全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



财报背后的投资机会

蒋豹◎著

轻松识别企业收入爆发点，把握投资关键时间点。
理性规避雷区，避免盲目投资，让资产更安全。

Investment Opportunities in Financial Reports

中国青年出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

导读

市场上，投资的书籍汗牛充栋，财报分析的书籍也浩如烟海。

投资的书籍多注重技术分析，图书馆的蜡烛图、操盘术往往占了很多位置，即使是非常好的经典书籍，像格雷厄姆的《聪明的投资者》、利弗莫尔的《股票作手回忆录》、彼得·林奇的《彼得·林奇的成功投资》，内容非常好，但是读起来并不顺利，存在水土不服的问题，需要各位投资者汲取精华。

财报分析的书籍更多，大多类似于学生的教材，注重比率分析、长短期偿债能力分析、运营能力分析、盈利能力分析等，相对教条，变通较少，而且很多企业并不适应所有指标一通分析。同时在案例选择上，要么局限于一家企业的分析，要么时效性较差。

虽然财报分析局限性非常大，分析的都是已经发生的事情，对预测未来帮助不大，但是财报分析又不得不学。

笔者一直想为大家做点什么，于是就有了这本《财报背后的投资机会》。

笔者希望以下内容能对各位读者有所裨益。

通过对多家公司财报的简单分析，更好地理解三张报表的内涵和勾稽关系。当读者再遇到财务报表时，数字不再是枯燥的数字，而是企业跳跃的灵魂。

结合对财务报表的理解，通过货币资金、预收账款、在建工程、研发支出、股票回购等角度学会自下而上地选择公司，去尝试分析何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时是企业收入爆发的临界点、何时是产能增长的关键。

当然，财报除了选择企业，也可以排除企业。通过对利润调节手段的学习学会规避雷区，让资产更安全。

最后，提供一些实例供读者加深学习和理解。

总之，这是一本入门书籍，笔者想提供的是一条具体选择公司的路径，并通过对选出企业的分析来确定能否进行投资。选择企业仅仅是第一步，选出来的分析离不开各位对财报的理解。

最后，感谢成都创生文化传播有限公司、北京博瑞森图书和出版社，是你们的督促和引导才使得这些文字付梓成书。

感谢初善投资的各位小伙伴，方媛、刘沛鸿、刘成、刘聪、李盈瑜和陈叶闻等，与你们一起成长是非常开心和幸福的事情。

感谢笔者的父母和家人，码字是一件很孤独的事情，是你们的支持才使我走到现在，尤其是佳佳同学，一直陪在我的身边。

感谢每一位读者和遇见的每一个人，你们有所收获是笔者最大的开心。

由于时间仓促，笔者水平和能力有限，编校工作中疏漏和错误之处在所难免，恳请各位专家、读者批评指正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一部分 读懂财务报表

第一章 如何正确阅读三张表

买股票、做投资、学管理、去创业，哪怕只是为了做好一份工作……如果想要做好，就要学会一个本事，即看表，看懂三张财务报表：资产负债表、利润表和现金流量表。本章将告诉你怎么读懂财务报表，打开心灵之门。

第一节 资产负债表是企业的骨骼

资产负债表是什么？

一、资产负债表的家底

通俗地说，它是指截至12月31日（国内上市公司）公司的家底情况。

如果把笔者比作一家公司，到12月31日，笔者的资产负债表为：银行存款1万元、应收借款1万元、价值10万元的小汽车（固定资产）一辆、价值100万元房产（固定资产）一套等；负债方面，有消费贷30万元（银行借款）、房贷60万元等。这么计算，笔者的净资产（所有者权益）就所剩无几了。

这就好比相亲，丈母娘们最想了解的就是对方的资产负债表。如果用相亲的眼光来看资产负债表，就非常容易理解了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很多财务人会说，资产负债表主要看点是财务风险、资产质量、偿债能力等，这样很容易陷入“呆会计”的窘境。如果作为一个投资者，你不应该花大量的时间去关注企业的偿债能力等财务风险，因为上市公司破产的概率较低。

（一）知己知彼，百战不殆

在笔者看来，投资选股票，第一步应该去看上市公司的家底，即上市公司的资产构成。举例而言，表1-1是上市公司A的业绩情况，实现净利润40亿元左右，2017年年报公布的也特别早。

表1-1 上市公司A的业绩情况

项目	2017－12－31	项目	2017－12－31
货币资金	16.17	短期借款	8.07
应收账款和票据	38.94	应付票据及账款	4.30
存货	14.06	预收款项	3.94
其他流动资产	34.97	应付职工薪酬	4.89
固定资产＋无形资产	20.99	应交税费	7.37
在建工程	3.64	其他应付款	4.98
		负债合计	**37.59**
		股本	17.89
		资本公积	22.01
		未分配利润	54.97
		所有者权益	**101.94**
资产合计	**139.53**	**负债和所有者权益合计**	**139.53**

笔者把A公司简要版的资产负债表整理如下，从资产构成上看，主要是应收账款和票据、其他流动资产、固定资产、货币资金及存货。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

负债合计仅37.59亿元，应付票据及账款仅4.30亿元，净资产高达101.94亿元。

从资产负债表可以看出：

第一，公司资产负债率不高。

第二，关注特殊项目，比如其他流动资产、商誉等，需要了解其内容。比如A公司的其他流动资产高达34.97亿元，我们需要查询附注，发现公司有26.30亿元的资金用于理财，此外还有8.33亿元的结构性存款。如果都计算在货币资金里，公司的货币资金将高达50.80亿元。虽然看着公司的货币资金只有16.17亿元，可是通过分析特殊科目发现公司隐藏货币资金高达34.63亿元。如表1-2所示。

表1-2　其他流动资产

√适用　□不适用

单位：元　币种：人民币

项目	期末余额	期初余额
预缴税款	5,783,516.85	3,552,242.49
理财产品	2,630,000,000.00	700,000,000.00
应交增值税期末留抵数额	27,848,476.44	26,479,295.22
待摊借款利息		1,303,400.00
结构性存款	833,000,000.00	
合计	3,496,631,993.29	731,334,937.71

第三，应收账款和应付账款。

应收账款（含应收票据）体现的是公司对下游的议价能力，应付账款（含应付票据）体现的是公司对上游的议价能力。如果只看这家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司的应收账款和应收票据，余额高达38.94亿元，而应付账款和应付票据只有4.30亿元，看绝对额应收账款和应收票据远远大于应付账款和应付票据，感觉公司的下游议价能力一般。

但是这只是主观感受，偏向于主观分析，有没有一种量化的分析方法呢？

笔者首创应收应付率与毛利率的比较来量化分析公司的上下游议价能力。

应付类账款可以理解为购买原材料而待支付部分，对应利润表的营业成本。应收账款是销售营业收入待收回部分，对应利润表中的营业收入。我们可以假设应收应付率=（应收类账款-应付类账款）/应收类账款，那么这个应付应收率就有了与毛利率对比的理论基础。

应收应付率跟毛利率比较，大于毛利率，即企业该收的没收回来，该付的已经支付了，可以理解为公司对下游的议价能力小于公司对上游的溢价能力，企业整体议价能力较弱。A公司为89%，毛利率约为78%，因此可以判断即使公司的毛利率非常高，但是下游议价能力依然相对较弱。

这里笔者也发现了另外一个规律，毛利率高的企业并不意味着企业议价能力强，或者并不意味着企业的应收账款余额小。比如A企业，毛利率高达78%，看似议价能力非常强，但是应收类账款余额也高达38.94亿元，占总资产的比为27.91%。无独有偶，大家都知道制药公司的毛利率高，可是也会发现很多制药公司的应收类账款很高。

如果一个企业的应收账款金额很高，这里就需要去看应收账款的账龄、集中度及坏账计提政策（影响净利润）等问题，后面会详细说明，这里不再赘述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四，在建工程、固定资产及在建工程与固定资产的比例。固定资产是公司现有产能的体现，而在建工程则代表了公司未来的产能，而在建工程与固定资产的比例则是公司未来产能的提升比例。A公司在建工程为3.64亿元，固定资产为21亿元，占比约为17%。因此可以判断2018年，公司收入增长的主要驱动因素为产品的提价，而不是产能的增加。

当然，在建工程代表什么产能、代表多少产能等具体信息，还需要看报表附注做深入分析。

第五，负债金额及构成。A公司负债金额较小，短期借款约8.07亿元，预收账款约3.94亿元等，比例较低。

第六，所有者权益及其构成。考虑到公司2017年实现净利润为40亿元，因此公司未分配利润余额为55亿元，这也是公司大额分配现金股利的底气。2017年合计分配现金股利高达34亿元，也侧面反映了公司可能没有追加大额投资的打算。

在这里，笔者特别提醒，有些公司的所有者权益很高，但是存在大额的少数股东权益（即这部分资产不属于上市公司股东），这时候使用PB估值就会带来误区。比如房地产公司多存在联合开发问题，因此存在大量的少数股东权益，像表1-3所示的公司，截至9月份所有者权益为228亿元，但是有104亿元都是别人的（少数股东权益）。

表1-3　少数股东权益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017－09－30	2017－06－30	2016－12－31
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	2,118.31	2,118.31	1,169.05
其他权益工具			
其他权益工具：优先股			
资本公积金	4,281.80	4,512.44	5,627.23
减：库存股	63.45	63.45	
其他综合收益	220.30	234.12	320.95
专项储备			
盈余公积金	383.48	383.48	383.48
一般风险准备			
未分配利润	5,413.15	5,115.93	5,488.77
外币报表折算差额			
未确认的投资损失			
股东权益差额（特殊报表科目）			
股权权益差额（合计平衡项目）			
归属于母公司所有者权益合计	12,353.60	12,300.84	12,989.48
少数股东权益	10,443.88	11,187.36	10,226.00
所有者权益合计	22,797.48	23,488.20	23,215.48

（二）同比之后，方见真章

我们需要比较资产负债表期初、期末数据，来与上面的分析进行印证。表1-4是资产负债表变动，引入了2016年12月31日的数据。

表1-4　资产负债表变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2017－12－31	2016－12－31	变动
货币资金	16.17	16.10	0%
应收账款和票据	38.94	17.22	126%

项目	2017－12－31	2016－12－31	变动
存货	14.06	9.42	49%
其他流动资产	34.97	7.31	378%
固定资产＋无形资产	20.99	20.75	1%
在建工程	3.64	5.50	－34%
资产合计	**139.53**	**80.56**	**73%**
短期借款	8.07	8.75	－8%
应付票据及账款	4.30	4.54	－5%
预收款项	3.94	0.78	404%
应付职工薪酬	4.89	0.44	999%
应交税费	7.37	0.57	1195%
其他应付款	4.98	1.44	246%
负债合计	**37.59**	**20.04**	**88%**
股本	17.89	17.19	4%
资本公积	22.01	16.71	32%
未分配利润	54.97	21.75	153%
所有者权益	**101.94**	**60.52**	**68%**

一是资产规模增加了73%，由80.56亿元增加到了139.53亿元，主要是资本公积及未分配利润的增加。即2017年实现净利润的大幅增加，与2017年超高的净利润印证。

二是理论上盈利会带来应收和货币资金的增加，体现在A公司的报表上，就是应收和其他流动资产的大幅增加，与公司大额理财和结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性存款印证。负债类的科目如预收、应付税费、应付职工薪酬等均大幅增加，也可以跟营业收入大幅增加印证，但是绝对值相对较低，倒是可以不必深究。

单纯地看一家企业时，没必要去计算太多的数据，尤其是偿债能力指标、运营能力指标，因为这些指标对我们投资用处不大。

如果要看，可能需要看五年以上这些指标的变动及同行业对比才有价值。

总结：阅读单家公司的资产负债表时，我们需要关注其构成（占比高的科目）、特殊项目（非流动资产、商誉、递延所得税资产等），并得到其上下游议价能力（应收应付率和毛利率的比较及应收账款的账龄、坏账等），了解公司现在的产能、未来的产能情况及判断其未来收入增长的驱动（在建工程及固定资产），关注负债及所有者权益情况（是否存在大额的少数股东权益）等。

通过资产负债表做一次完美的尽调，这样才不会在“相亲”时被欺骗。

二、资产负债表的秘密

看一家上市公司财报时，了解了资产负债表透露的家底：资产构成、上下游议价能力、现有产能、未来产能情况等，仍然还有秘密等待我们去挖掘。

（一）隔行如隔山，资产负债表构成的秘密

我们先看几个公司的资产负债表：

如表1-5所示，公司A资产负债表的显著特点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表1-5　公司A的资产负债表

科目	2017－12－31	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	41.97	14.59	27.38	188%
应收账款	0.00	0.00	0.00	
存货	41.90	32.76	9.14	28%
固定资产	105.97	82.34	23.63	29%
在建工程	14.98	10.36	4.62	45%
生产性生物资产	14.02	13.55	0.46	3%
其他非流动资产	10.88	5.40	5.48	101%
资产合计	**240.45**	**173.85**	66.59	**38%**

科目	2017－12－31	2016－12－31	变动	变动率
短期借款	35.60	23.27	12.34	53%
应付账款	15.20	11.46	3.74	33%
其他流动负债	21.97	4.99	16.98	340%
长期借款	15.34	12.42	2.92	24%
应付债券	13.93	13.91	0.02	0%
负债合计	**113.08**	**82.74**	30.34	**37%**
实收资本（或股本）	11.58	11.58	0.00	0%
其他权益工具：优先股	24.60	0.00	24.60	
资本公积金	38.65	38.65	0.00	0%
未分配利润	48.69	37.42	11.27	30%
所有者权益合计	**127.37**	**91.12**	36.25	**40%**

一是公司资产和所有者权益大幅增加，且增幅远大于实现的净利润（未分配利润只增加了11.27亿元），可以看到增加的主要原因是2017年增发了优先股，优先股由零增加至24.60亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是应收账款为零，应付账款约为15.20亿元，思考一下，这能够说明该公司议价能力强吗？

三是14.02亿元的生产性生物资产，有高达41.90亿元的存货，因此可以猜测这是一家农林牧渔企业。

四是资产占比最高的资产为固定资产，高达105.97亿元，同时在建工程还有14.98亿元，且在不断增加。这是一家重资产的农林牧渔企业。

如表1-6所示，公司B资产负债表的显著特点：

表1-6　公司B的资产负债表

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	1,053.18	956.13	97.05	10%
应收票据	209.96	299.63	－89.67	－30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
应收账款	75.21	29.61	45.60	154%
预付款项	35.31	18.15	17.16	95%
存货	133.35	90.25	43.10	48%
其他流动资产	59.85	19.93	39.93	200%
发放贷款及垫款	86.89	47.37	39.52	83%
可供出售金融资产	15.07	13.84	1.22	9%
固定资产	172.54	176.82	－4.28	－2%
无形资产	35.17	33.55	1.61	5%
递延所得税资产	125.48	96.68	28.80	30%
资产总计	**2,045.78**	**1,823.70**	222.08	**12%**
短期借款	203.47	107.01	96.46	90%
应付票据	112.46	91.27	21.19	23%
应付账款	315.07	295.41	19.65	7%
预收款项	62.95	100.22	－37.27	－37%
应付股利	108.43	0.88	107.55	12259%
其他流动负债	615.55	597.59	17.96	3%
负债合计	**1,510.25**	**1,274.46**	235.78	**19%**
实收资本（或股本）	60.16	60.16	－	0%
盈余公积金	35.00	35.00	－	0%
未分配利润	426.99	440.75	－13.76	－3%
所有者权益合计	**535.54**	**549.24**	－13.70	**－2%**

一是高额的货币资金，账面货币资金高达1053.18亿元，可以看到公司应付股利余额108.43亿元，高额分红底气足。

二是应收票据和应收账款合计小于应付账款和应付票据，考虑到公司的毛利率不会太低，公司对行业上下游的议价能力让人羡慕。随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之而来的就是开展供应链金融业务，发放贷款及垫款增长83%（仅仅半年）。

三是递延所得税资产高达125.48亿元，增加28.80亿元，这28.80亿元会影响利润表的所得税费用，从而直接影响净利润。

如表1-7所示，公司C资产负债表的显著特点：

表1-7 公司C的资产负债表

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	47.05	49.12	－2.07	－4%
应收票据	9.50	11.23	－1.73	－15%
应收账款	29.01	23.25	5.76	25%
存货	6.59	6.37	0.23	4%
其他流动资产	25.18	15.94	9.24	58%
固定资产	16.88	16.77	0.12	1%
在建工程	10.30	7.97	2.33	29%
资产总计	**157.35**	**143.30**	**14.05**	**10%**
应付账款	8.16	7.55	0.61	8%
负债合计	**15.56**	**14.56**	**1.00**	**7%**
实收资本（或股本）	28.17	23.47	4.69	20%
资本公积金	4.43	4.38	0.05	1%
盈余公积金	12.45	12.45	–	0%
未分配利润	91.88	84.01	7.87	9%
所有者权益合计	**141.79**	**128.74**	**13.05**	**10%**

一是特别低的资产负债率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是较高的应收账款和应收票据。

三是因为高额的货币资金，公司开始买入理财产品，其他流动资产余额高达25.18亿元，但是2017年分红情况暂时不详。

如表1-8所示，公司D资产负债表的显著特点：

表1-8　公司D的资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
现金及现金等价物	703	719	－16	－2%
其他短期投资	644	536	108	20%
应收款项合计	315	226	89	39%
存货	3	3	0	13%
其他流动资产	13	8	6	77%
固定资产净值	212	186	26	14%
权益性投资	987	803	184	23%
可供出售投资	1,071	838	233	28%
其他长期投资	120	91	29	32%
商誉及无形资产	389	365	24	7%
总资产	**4,655**	**3,959**	**696**	**18%**
应付账款及票据	410	309	102	33%
应交税金	74	60	14	24%
短期借贷及长期借贷当	108	123	－15	－12%
其他流动负债	642	521	121	23%
长期借贷	1,018	938	80	9%
其他非流动负债	140	147	－7	－5%
总负债	**2,391**	**2,097**	**295**	**14%**
储备	2,147	1,689	458	27%
股东权益合计	**2,264**	**1,862**	**402**	**22%**

一是存货和固定资产占比极低，可以猜测这不是制造业企业。

二是权益性投资和可供出售投资高达2058亿元，这是一家在资本市场“买买买”的主。

三是长期借款高达1018亿元，是一家杠杆率相对较高的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

A、B、C、D公司分别是牧原股份、格力电器、恒瑞医药和腾讯。通过A、B、C、D的案例，我们看到，不同行业的企业，其资产负债表的构成会有较大的差别。在上述四家企业净利润均是新高的情况下，资产负债表也体现了企业的决策，比如B公司的高分红、A公司的募资再投入等。

（二）企业发展战略之辨

即使是同行业的不同公司，其资产负债表的构成依然会有很大的区别，通过对比可以看出企业的发展战略或者发展方式的异同。

我们来做一个对比分析：

第一组：牧原股份（表1-9）和温氏股份（表1-10）。温氏股份作为最大的养猪企业，货币资金虽然只有6亿元，但是有30亿元的理财产品。这种对上下游议价能力如此强的企业，货币资金依然相对较少，原因是更多的资金都沉淀在固定资产投资和存货里了，这是农林牧渔企业的硬伤。此外，温氏股份的所有者权益大幅减少25.40亿元，可以看到是未分配利润的减少，即2017年度里温氏股份大幅分红了。对比牧原股份的资产负债表，牧原股份的所有者权益大幅增加36.25亿，这说明温氏股份扩张的决心远远不及牧原股份。

表1-9　牧原股份资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－12－31	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	41.97	14.59	27.38	188%
应收账款	0.00	0.00	0.00	
存货	41.90	32.76	9.14	28%
固定资产	105.97	82.34	23.63	29%
在建工程	14.98	10.36	4.62	45%
生产性生物资产	14.02	13.55	0.46	3%
其他非流动资产	10.88	5.40	5.48	101%
资产合计	**240.45**	**173.85**	66.59	**38%**
短期借款	35.60	23.27	12.34	53%
应付账款	15.20	11.46	3.74	33%
其他流动负债	21.97	4.99	16.98	340%

科目	2017－12－31	2016－12－31	变动	变动率
长期借款	15.34	12.42	2.92	24%
应付债券	13.93	13.91	0.02	0%
负债合计	**113.08**	**82.74**	30.34	**37%**
实收资本（或股本）	11.58	11.58	0.00	0%
其他权益工具：优先股	24.60	0.00	24.60	
资本公积金	38.65	38.65	0.00	0%
未分配利润	48.69	37.42	11.27	30%
所有者权益合计	**127.37**	**91.12**	36.25	**40%**

表1-10　温氏股份资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	6.62	7.92	－1.30	－16%
应收账款	2.33	1.44	0.89	62%
存货	103.87	105.48	－1.60	－2%
其他流动资产	30.05	64.14	－34.10	－53%
可供出售金融资产	**43.88**	**43.04**	0.85	**2%**
固定资产	119.09	113.71	5.39	5%
在建工程	30.81	19.46	11.35	58%
生产性生物资产	32.92	30.91	2.01	6%
资产合计	**402.85**	**414.38**	－11.54	**－3%**
短期借款	27.00	0.00	27.00	
应付账款	19.78	26.49	－6.71	－25%
其他应付款	49.91	47.68	2.23	5%
长期借款	10.00	0.00	10.00	
应付债券	4.96	0.00	4.96	
负债合计	**122.62**	**100.59**	22.03	**22%**
实收资本（或股本）	52.20	43.50	8.70	20%
其他权益工具：优先股	0.00	0.00	0.00	

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
资本公积金	48.44	57.14	－8.70	－15%
未分配利润	160.99	186.39	－25.40	－14%
所有者权益合计	**280.23**	**313.79**	－33.57	**－11%**

第二组：格力电器（表1-11）和美的集团（表1-12）。

表1-11　格力电器资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	1,053. 18	956. 13	97. 05	10%
应收票据	209. 96	299. 63	－89. 67	－30%
应收账款	75. 21	29. 61	45. 60	154%
预付款项	35. 31	18. 15	17. 16	95%
存货	133. 35	90. 25	43. 10	48%
其他流动资产	59. 85	19. 93	39. 93	200%
发放贷款及垫款	86. 89	47. 37	39. 52	83%
可供出售金融资产	15. 07	13. 84	1. 22	9%
固定资产	172. 54	176. 82	－4. 28	－2%
无形资产	35. 17	33. 55	1. 61	5%
递延所得税资产	125. 48	96. 68	28. 80	30%
资产总计	**2,045. 78**	**1,823. 70**	222. 08	**12%**
短期借款	203. 47	107. 01	96. 46	90%
应付票据	112. 46	91. 27	21. 19	23%
应付账款	315. 07	295. 41	19. 65	7%
预收款项	62. 95	100. 22	－37. 27	－37%
应付股利	108. 43	0. 88	107. 55	12259%
其他流动负债	615. 55	597. 59	17. 96	3%
负债合计	**1,510. 25**	**1,274. 46**	235. 78	**19%**
实收资本（或股本）	60. 16	60. 16	－	0%

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
盈余公积金	35. 00	35. 00	－	0%
未分配利润	426. 99	440. 75	－13. 76	－3%
所有者权益合计	**535. 54**	**549. 24**	－13. 70	**－2%**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表1-12　美的集团资产负债表

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	342. 19	171. 96	170. 23	99%
应收票据	108. 84	74. 27	34. 57	47%
应收账款	193. 81	134. 55	59. 26	44%
预付款项	20. 66	15. 87	4. 78	30%
存货	208. 85	156. 27	52. 58	34%
其他流动资产	500. 42	435. 30	65. 12	15%
可供出售金融资产	18. 72	51. 88	－33. 15	－64%
长期股权投资	25. 86	22. 12	3. 75	17%
固定资产	226. 03	210. 57	15. 46	7%
在建工程	8. 81	5. 81	3. 00	52%
无形资产	163. 12	68. 69	94. 44	137%
商誉	284. 18	57. 31	226. 87	396%
递延所得税资产	36. 02	30. 30	5. 72	19%
资产总计	**2,310. 16**	**1,706. 01**	**604. 16**	**35%**
短期借款	323. 92	30. 24	293. 68	971%
应付票据	220. 34	184. 85	35. 49	19%
应付账款	322. 99	253. 57	69. 42	27%
预收款项	141. 71	102. 52	39. 18	38%
其他流动负债	266. 05	245. 63	20. 42	8%
负债合计	**1,560. 22**	**1,016. 24**	**543. 98**	**54%**
实收资本（或股本）	65. 20	64. 59	0. 61	1%
资本公积金	147. 34	135. 97	11. 38	8%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
未分配利润	424.51	381.05	43.46	11%
归秘史于母公司所	663.14	611.27	51.87	8%
少数股东权益	86.81	78.50	8.31	11%
所有者权益合	**749.95**	**689.77**	**60.18**	**9%**

一是跟温氏股份一样，美的集团有500亿元左右的理财，因此账面上货币资金只有342亿元。

二是美的集团的商誉高达284亿元，而格力集团的商誉几乎为零。这也是美的集团的发展战略——早年并购小天鹅，2017年并购库卡，如果不是100%控股收购就会留下很多少数股东权益，美的集团的少数股东权益高达86.81亿元。

第三组：医疗领域的恒瑞医药（表1-13）和复星医药（表1-14）。最明显的就是恒瑞医药靠研发，而复星医药靠并购，因此复星医药商誉余额为38亿元，长期股权投资达177亿元。

表1-13　恒瑞医药资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	47.05	49.12	－2.07	－4%
应收票据	9.50	11.23	－1.73	－15%
应收账款	29.01	23.25	5.76	25%
存货	6.59	6.37	0.23	4%
其他流动资产	25.18	15.94	9.24	58%
固定资产	16.88	16.77	0.12	1%
在建工程	10.30	7.97	2.33	29%
资产总计	**157.35**	**143.30**	**14.05**	**10%**
应付账款	8.16	7.55	0.61	8%
负债合计	**15.56**	**14.56**	**1.00**	**7%**

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
实收资本（或股本）	28.17	23.47	4.69	20%
资本公积金	4.43	4.38	0.05	1%
盈余公积金	12.45	12.45	–	0%
未分配利润	91.88	84.01	7.87	9%
所有者权益合计	**141.79**	**128.74**	**13.05**	**10%**

表1-14　复星医药资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	94.45	59.96	34.49	58%
应收账款	25.74	19.65	6.09	31%
存货	19.66	16.71	2.95	18%
可供出售金融资产	26.76	26.74	0.01	0%
长期股权投资	177.43	161.76	15.67	10%
固定资产	51.31	51.40	－0.09	0%
在建工程	14.47	11.60	2.87	25%
无形资产	35.35	30.80	4.55	15%
商誉	38.17	34.73	3.44	10%
资产总计	**506.34**	**437.68**	**68.66**	**16%**
短期借款	45.27	38.26	7.01	18%
应付账款	11.59	10.25	1.35	13%
其他应付款	14.35	12.64	1.72	14%
长期借款	55.10	21.83	33.27	152%
应付债券	46.36	33.88	12.48	37%
递延所得税负债	17.89	17.86	0.02	0%
负债合计	**231.54**	**185.17**	**46.37**	**25%**
实收资本（或股本）	24.95	24.15	0.81	3%
资本公积金	95.83	78.58	17.26	22%
未分配利润	98.10	89.94	8.16	9%

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
归属于母公司所有者	**246.60**	**221.90**	**24.70**	**11%**
少数股东权益	28.19	30.60	－2.41	－8%
所有者权益合计	**274.80**	**252.50**	**22.29**	**9%**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后分享一张资产负债表，大家猜猜这是哪家企业？如表1-15所示。

表1-15　分享的资产负债表

科目	2017－06－30	2016－12－31	变动	变动率
货币资金	736. 35	668. 55	67. 80	10%
应收票据	16. 98	8. 18	8. 80	108%
存货	208. 50	206. 22	2. 28	1%
固定资产	150. 36	144. 53	5. 82	4%
在建工程	21. 91	27. 46	－5. 55	－20%
无形资产	34. 87	35. 32	－0. 45	－1%
递延所得税资产	18. 35	17. 46	0. 90	5%
资产总计	**1，203. 83**	**1，129. 35**	74. 48	7%
应付账款	10. 64	10. 41	0. 24	2%
预收款项	177. 80	175. 41	2. 39	1%
应交税费	19. 43	42. 72	－23. 29	－55%
其他应付款	27. 46	17. 25	10. 21	59%
负债合计	**413. 19**	**370. 36**	42. 83	12%
实收资本（或股	12. 56	12. 56	－	0%
资本公积金	13. 75	13. 75	－	0%
盈余公积金	80. 32	71. 36	8. 97	13%
未分配利润	645. 46	627. 18	18. 28	3%
所有才权益合法	**790. 63**	**758. 99**	**31. 65**	**4%**

答案是议价之王——贵州茅台。货币资金充足，应收类账款很少，预收款项很多，负债都是无息负债。差企业的报表各有各的差，优秀企业的报表也各有各的好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结语：资产负债表是企业的骨骼，而不同行业、不同企业的骨骼存在较大的差异，也体现了每个行业独有的特性。即使同一行业不同企业的资产负债表也体现了其经营模式、企业发展战略，包括每一次并购等，都会被资产负债表记录下来，你需要做的就是去细心体会和发现。

第二节 利润表是企业的肌肉

一、毛利率

利润表的基本结构是收入减去成本、费用再加上各项其他收支，反映的是企业在某一经营期间营业收入、营业成本、各项费用和实现利润的情况。

譬如相亲，问完资产负债表（房、车）之后，丈母娘就开始关心利润表了，一年工资多少（营业收入）？有没有工资外的其他收入（比如投资）？有没有读MBA的计划（再投资）？一年花销多少（成本）？一年能存多少钱（净利润）？

所以，丈母娘是最懂得财务报表的人。

以方大炭素的利润表（表1-16）为例，可以看到哪些信息呢？在成本几乎不变的情况下，收入暴涨249%，那么自然营业利润及净利润大幅增长。这是很容易看到的信息，我们要去分析什么呢？

表1-16 方大炭素的利润表

科目	2017 年	2016 年	变动	变动率
营业收入	83.50	23.95	59.55	249%
营业成本	19.55	17.87	1.68	9%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2017 年	2016 年	变动	变动率
税金及附加	1.66	0.56	1.10	196%
销售费用	1.93	1.52	0.41	27%
管理费用	11.20	3.21	7.99	249%
财务费用	0.41	0.38	0.03	8%
资产减值损失	0.38	0.95	-0.57	-60%
其他经营收益	-0.34	1.08	-1.42	-131%
公允价值变动净收益	-0.43	-0.06	-0.37	617%
投资净收益	0.09	1.14	-1.05	-92%
营业利润	48.27	0.55	47.72	8676%
加：营业外收入	0.25	0.40	-0.15	-38%
减：营业外支出	0.22	0.10	0.12	120%
利润总额	48.30	0.85	47.45	5582%
减：所得税	8.58	0.55	8.03	1460%
净利润	39.72	0.30	39.42	13140%
减：少数股东损益	3.52	-0.37	3.89	-1051%
归属于母公司所有者的净利润	36.20	0.67	35.53	5303%

毛利=营业收入-营业成本，毛利率=毛利/营业收入。

毛利（或毛利率）在一定程度上可以反映企业的竞争优势如何，而毛利率的变动也体现了企业竞争力的变动。如果企业具有持续的竞争优势，其毛利率就处在较高的水平，企业就拥有对其产品或服务自由定价的权利，让售价远远高于其产品或服务本身的成本。如果企业缺乏持续竞争优势，其毛利率就处于较低的水平，企业就只能根据产品或服务的成本来定价，赚取微薄的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们看方大炭素的毛利率，由2016年的25%增长至2017年的77%，这是公司收入暴涨的原因。如表1-17所示。为什么毛利率会暴涨？需要了解产业背后的逻辑。

表1-17　方大炭素的毛利率

科目	2017 年	2016 年	变动	变动率
营业收入	83.50	23.95	59.55	249%
营业成本	19.55	17.87	1.68	9%
毛利	63.95	6.08	57.87	952%
毛利率	77%	25%	0.51	202%

总之，看任何一家企业的利润表，第一步必须去看毛利率。

如果能通过分析企业产品未来的供需判断企业产品价格的波动情况，再根据产能判断营业收入情况，投资就简单多了。当然这种分析适应于更适用能源要素企业，即上游企业，比如石油、钢铁、煤炭。

再来看看“家电双牛”的毛利率，如表1-18所示，2016年格力电器毛利率比美的集团高5.39%，能说明格力电器的产品竞争力比美的强吗？这5.39%是格力掌握核心科技带来的吗？

表1-18　格力电器、美的集团的毛利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格力电器

科目	2016 年	2015 年	变动	变动率
营业收入	1,083.03	977.45	105.58	11%
营业成本	728.86	660.17	68.69	10%
毛利	354.17	317.28	36.89	12%
毛利率	32.70%	32.46%	0.00	1%

美的集团

科目	2016 年	2015 年	变动	变动率
营业收入	1,590.44	1,384.41	206.03	15%
营业成本	1,596.15	1,026.63	129.52	13%
毛利	434.29	357.78	76.51	21%
毛利率	27.310%	25.84%	0.01	6%

其实并不能这么说，因为我们知道美的除了空调外，还有洗衣机、冰箱和小家电等。因此，关于毛利率，还需要按产品去分析。

如表1-19所示，格力的收入主要是空调，2016年毛利率高达38.54%，而美的空调同期毛利率只有30.56%，差额高达8%，看来格力电器的空调竞争力强过美的集团是毋庸置疑的，这个“核心科技”带来的毛利率不止5%。当然在小家电领域，美的无论是规模还是毛利率都要强势一些，这也体现了在小家电领域，美的集团是可以称王的。

表1-19　格力电器、美的集团空调的毛利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格力

科目	2016 年	2015 年
空调		
收入	880.85	837.18
成本	541.40	535.82
毛利	339.46	301.36
毛利率（%）	38.54	36.00
小家电		
收入	17.18	15.23
成本	13.38	12.09
毛利	3.80	3.13
毛利率（%）	22.11	20.57

美的

科目	2016 年	2015 年
空调及零部件		
收入	667.81	644.92
成本	463.72	462.71
毛利	204.09	182.21
毛利率（%）	30.56	28.25
洗衣机及零部件		
收入	161.19	120.18
成本	115.12	86.41
毛利	46.07	33.77
毛利率（%）	28.58	28.10
冰箱及零部件		
收入	149.56	114.23
成本	115.07	87.75
毛利	34.49	26.48
毛利率（%）	23.06	23.18
小家电		
收入	432.83	354.46
成本	304.32	265.75
毛利	128.51	88.71
毛利率（%）	29.69	25.03

总之，分析利润表时应该看营业收入的构成及变动，看看公司收入增长或下降背后究竟是哪些产品或者服务的收入在驱动，这个问题可以跟毛利率分析一起进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总结：在分析毛利率时，还可以拆分为按地域、按季度分析等，分析数字不是重点，重点是从数据得出背后企业产品竞争的变化（毛利率变动）、企业收入变动的驱动因素及可持续性（各产品收入的占比及毛利率变动）等问题，了解了这些，才能对企业未来的发展有更准确的判断。

二、季度对比

某家电公司A开盘直接跌停，连累整个家电板块大跌4.43%。

在这里，笔者想聊聊A公司的跌停原因和是否有方法避免？A公司跌停前披露了全年业绩快报及一季度的业绩预告。

一是年度业绩快报，收入和净利润分别增长20.78%和20.18%如表1-20所示。

表1-20　家电公司A收入和净利润增长

单位：元

项目	本报告期	上年同期	增减变动幅度（%）
营业总收入	6,998,858,253.44	5,794,897,867.13	20.78%
营业利润	1,616,205,904.03	1,334,507,974.94	21.11%
利润总额	1,678,986,443.90	1,404,259,100.63	19.56%
归属于上市公司股东的净利润	1,450,345,258.36	1,206,833,878.67	20.18%
基本每股收益（元）	1.53	1.27	20.47%
加权平均净资产收益率	31.25%	33.38%	减少了2.13个百分点

二是公布2018年一季报净利润增长只有10%～30%，如表1-21所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表1-21 家电公司A净利润增长

本期业绩预计情况

1. 业绩预告时间：2018 年 1 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日

2. 预计业绩

□亏损 □扭亏为盈 √同向上升 □同向下降

项目	本报告期	上年同期
归属于上市公司股东的净利润	比上年同期增长 10% ~30%	盈利：25,157.67 万元
	盈利：27,673.44 万 ~32,704.97 万元	

很多人觉得，这家公司业绩很不错，能增长20%以上。但是，长期关注A公司的人会说跌停是因为业绩低于预期。

一是2017年wind数据显示，A公司净利润一致预期为16亿元，业绩快报披露的数据只有14.5亿元，差额有1.5亿元。

二是A公司的收入、利润增长率由以前年度的40%以上下降至20%左右。笔者基本认可这些原因，可是如果你会阅读利润表，大概可以避免这次下跌。

方法就是把公司的营业收入和净利润拆分为季度，然后做同比和环比，这样可以判断公司营业收入的变动趋势。拆分之后我们发现，A公司2017年Q1之前收入和利润的增长基本维持在40%以上，但2017年Q2和Q3收入同比已经下降至20%左右，虽然净利润同比增速还在30%左右。到了2017年Q4，A公司净利润同比负增长，这才是A公司跌停的根本原因吧。如果业绩不能及时恢复增长，很可能面临戴维斯双杀。如表1-22所示。

表1-22 A公司2017年营业收入和净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017 年 Q4	2017 年 Q3	2017 年 Q2	2017 年 Q1	2016 年 Q4	2016 年 Q3	2016 年 Q2	2016 年 Q1	Q4 同比	Q3 同比	Q2 同比	Q1 同比
营业收入	20.11	17.90	18.36	13.62	18.09	14.60	15.09	10.16	11%	23%	22%	34%
归母净利润	4.89	3.63	3.46	2.52	5.06	2.78	2.60	1.63	-3%	31%	33%	55%

根据公司披露的业绩信息，分季度营业收入和净利润做同比和环比分析来判断公司营业收入的变动趋势。但是那些具有季节性的公司不适合环比，比如A公司的营业收入季节性也很强，环比不好判断。

再举个例子，某B公司公布的业绩快报收入、净利润分别增长42.40%和67.11%，然而这个业绩增速远远低于券商的预期，券商一致预期分别是增长84%和92%。如表1-23所示。

表1-23　某B公司的业绩快报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	本报告期	上年同期	增减变动幅度（%）
营业总收入	3,436,091,274.82	2,412,927,483.86	42.40
营业利润	1,060,833,766.96	454,596,725.77	133.36
利润总额	1,062,920,104.00	541,812,404.21	96.18
归属于上市公司股东的净利润	888,282,298.64	531,568,728.13	67.11
基本每股收益（元）	0.9090	0.5551	63.75
加权平均净资产收益率	37.75%	32.03%	5.72
项目	本报告期末	本报告期初	增减变动幅度（%）
总资产	5,314,505,385.88	3,163,204,173.64	68.01
归属于上市公司股东的所有者权益	2,758,829,048.32	1,923,118,547.29	43.46
股本	982,834,638.00	960,820,638.00	2.29
归属于上市公司股东的每股净资产（元）	2.8070	2.0015	40.24

但是实际上，分季度来看，从2017年Q2开始，B公司的同比增速已经大幅下滑了。2017年Q2和Q3收入和利润增速远远低于Q1，也难怪Q4净利润增速继续下滑，乃至为负了。这跟A公司的变动趋势惊人的一致，如表1-24所示。

表1-24　某B公司的营业收入和净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017年Q4	2017年Q3	2017年Q2	2017年Q1	2016年Q4	2016年Q3	2016年Q2	2016年Q1	Q4同比	Q3同比	Q2同比	Q1同比
营业收入	9.54	10.50	7.14	7.18	9.08	7.33	4.16	3.55	5%	43%	72%	102%
归母净利润	1.76	3.13	1.97	2.02	1.81	1.81	0.89	0.72	-3%	73%	121%	181%

当然，用这种方法还能判断哪些企业超预期了。

总结：在阅读利润表时，不能只看年度同比，还要把年度收入和利润拆分成季度，然后进行同比分析和对比，这样较为容易判断公司收入和利润的变动趋势，避免被收割。

三、核心利润

（一）估值的困惑

不知道大家使用利润表进行估值时有没有困惑，即“扣非净利润”并没有扣完“非”。“非”指非经常性损益，是指公司发生的与生产经营无直接关系，以及虽与生产经营相关，但由于其性质、金额或发生频率，影响了真实、公允地评价公司当期经营成果和获利能力的各项收入、支出。

比如说丈母娘问笔者收入时，笔者说上个月捡到了1万元，因为笔者并不能每天都能捡到1万元，因此这1万元是非经常性损益。

根据《公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常性损益》（2007修订），其中把之前的14条非经常性损益扩大到21条，其中主要内容有：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外（部分政府补助也算经常性损益，类似京东方的面板补助）。

• 企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益（指负商誉）。

• 因不可抗力因素，如遭受自然灾害而计提的各项资产减值准备（仅仅是不可抗力的资产减值，常见的固定资产等资产减值算经常性损益，比如乐视网）。

• 同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益（想想部分群众怀疑富士康净利润问题就是因为它们来自合并利润）。

• 除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益（就是说其他类型的投资收益算在经常性损益里）。

• 采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益。

大家有没有发现，上述内容基本是上市公司调节利润的主要行为。具体内容将在第二章中详细介绍。

在这种情况下，使用归母净利润、归母扣非净利润均会有所失真，因为里面或多或少包含了你所不知道的一次性损益。那么，有没有更好的指标来衡量企业利用经营资产从事经营活动产生的利润呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）核心利润

首先，我们再次看一下利润表的一般结构：从营业收入到归母净利润中间，有些科目并非每个企业都会有，但是从1到6是所有企业都会存在的。如表1-25所示。

表1-25　利润表的一般结构

1	营业收入
2	营业成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3	税金及附加
4	销售费用
5	管理费用
6	财务费用
7	资产减值损失
8	**其他经营收益**
9	公允价值变动净收益
10	投资净收益
11	其中：对联营企业和合营企业的投资收益
12	汇兑净收益
13	资产处置收益
14	其他收益
15	**营业利润**
16	加：营业外收入
17	减：营业外支出
18	其中：非流动资产处置净损失
19	**利润总额**
20	减：所得税
21	加：未确认的投资损失
22	**净利润**
23	减：少数股东损益
24	归属于母公司所有者的净利润

因此引出核心利润的计算公式：

核心利润=营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

核心利润来源于企业经营产生的毛利，扣除税金、企业销售、管理，以及杠杆利用相关三费后的部分。如前面所说，毛利高低代表了企业产品的竞争力等，而费用高低则代表了企业费用控制的能力。总体来说，核心利润越高，盈利能力越强，盈利质量越高。

这里暂时不用考虑资产减值损失、公允价值变动损益和投资收益等可能跟生产经营有关系的科目，比如与经营活动相关的坏账准备、存货减值及可以稳定贡献业绩的联营或者合营企业的投资收益等也不考虑，各位在使用此指标时，可以考虑加入与经营相关的资产减值损失等内容。

（三）汽车企业的投资收益

了解我们国家汽车公司历史的朋友们都知道，当年一穷二白的我们为了引入汽车技术，都是与国外汽车集团成立合营企业的方式（各占50%股份），比如长安福特、一汽大众等。在这种情形下，因为只有50%的股份，因此利润表中核算时合营企业的利润记在投资收益科目，并不体现核心利润里。

如果我们使用核心利润来看几家代表性的汽车企业，或许就会明白很多人提到的中国汽车的未来在自主品牌了。

图1-1是其中一家企业，汽车A企业2010年至2017年的实现的利润总额及核心利润情况。笔者发现，虽然企业利润规模不断增加，2015年和2016年更是超过100亿元，八年间利润总额合计为413亿元，绩优大蓝筹。但是大部分年份，该企业的核心利润都是负的，八年间核心利润合计为-28亿元，也就是说每年600亿元的营业收入不仅不赚钱，还亏钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

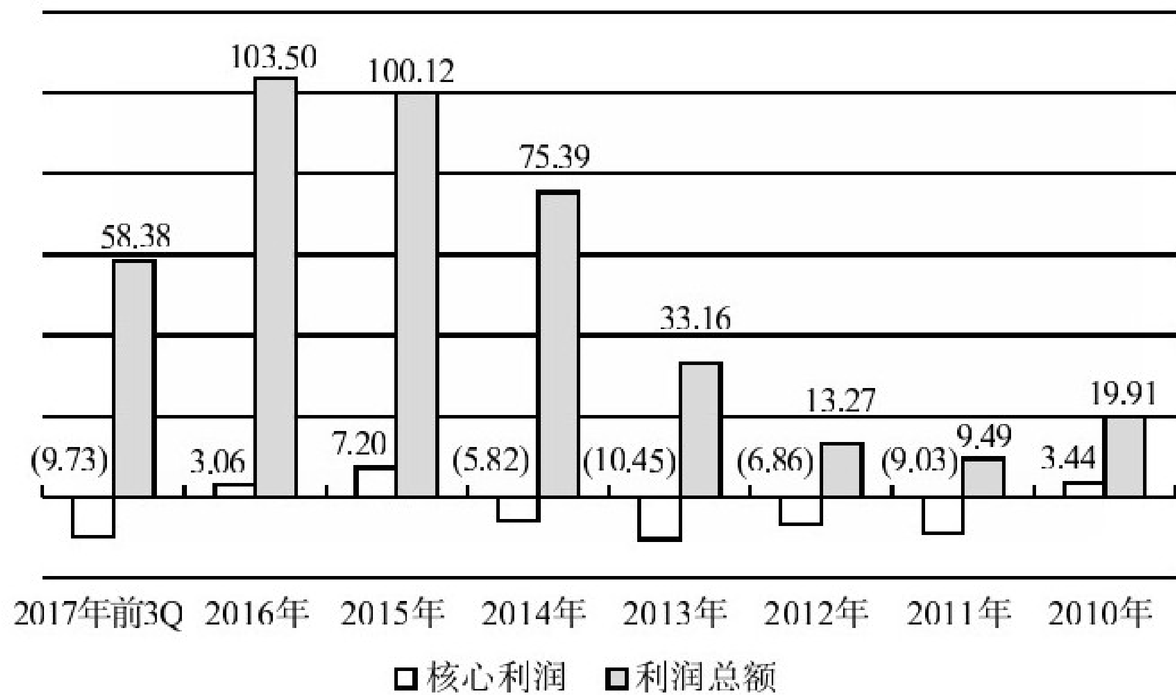


图1-1　汽车A企业2010年至今的实现的利润总额及核心利润情况

汽车A企业的利润来自哪里？答案是下属合营企业的投资收益，八年间合计投资收益达到424亿元。这或许是在蓝筹普涨的2017年，该企业股价一直没有涨的根本原因：核心利润没有起色，自主汽车一直未能赚钱。如图1-2所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

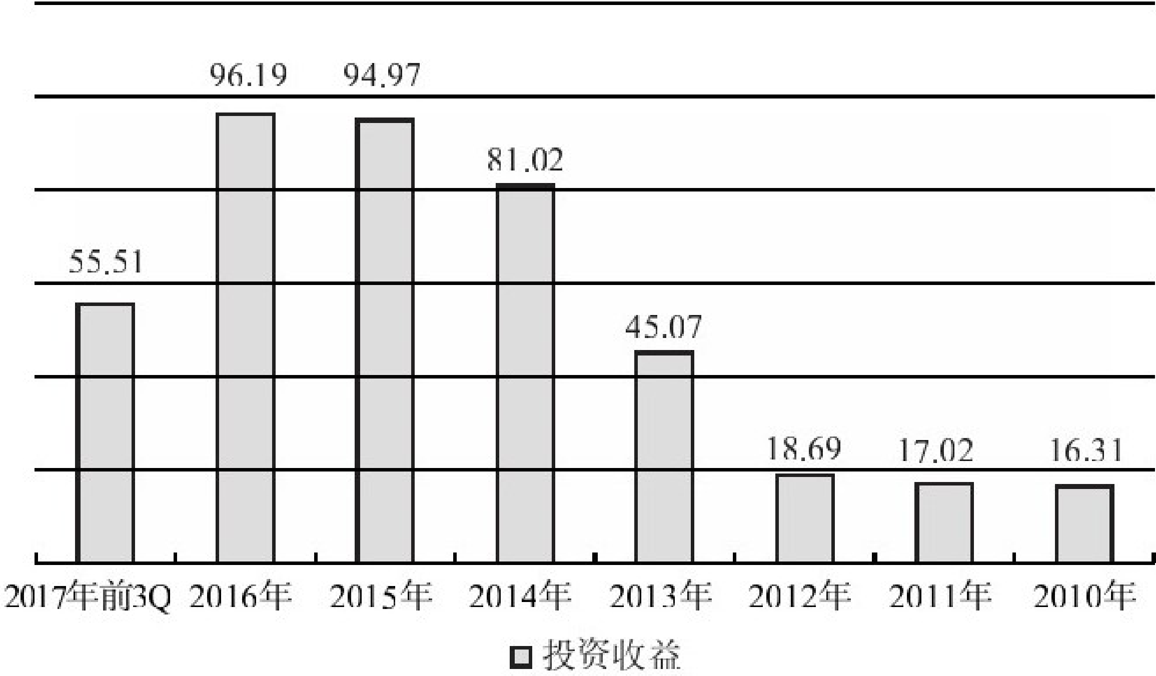


图1-2 汽车A企业的投资收益

虽然汽车B企业的主要利润也来源于投资收益，但是核心利润一直很高（即使剔除一家股份占比50.1%的并表子公司），企业的核心利润占比一直在50%左右，这或许是该企业股价迭创新高的原因。如图1-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

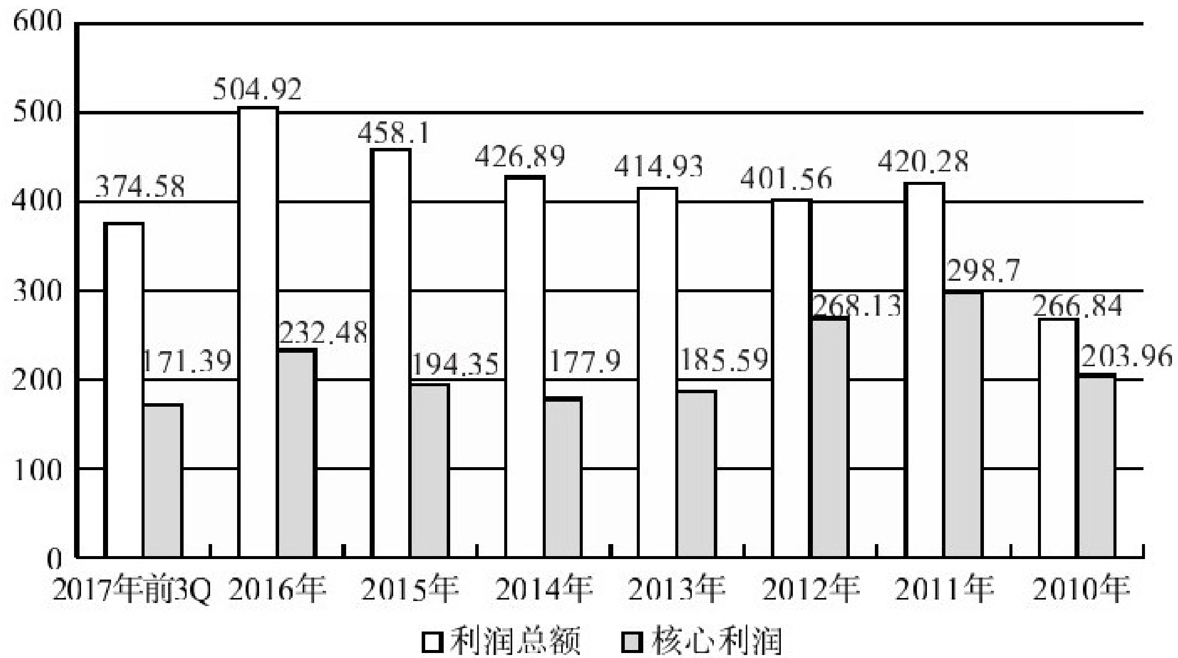


图1-3　汽车B企业的主要利润来源

结语之前，笔者还是想说说某娱乐公司，把这家企业的核心利润拿出来比较，就明显地反映企业的盈利能力和盈利质量了。虽然近两年利润总额基本没下降，一直维持在高位，但是它的核心利润明显下滑，2017年已经下降到14年的水平，但是看扣非归母净利润很难看出来。如图1-4所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

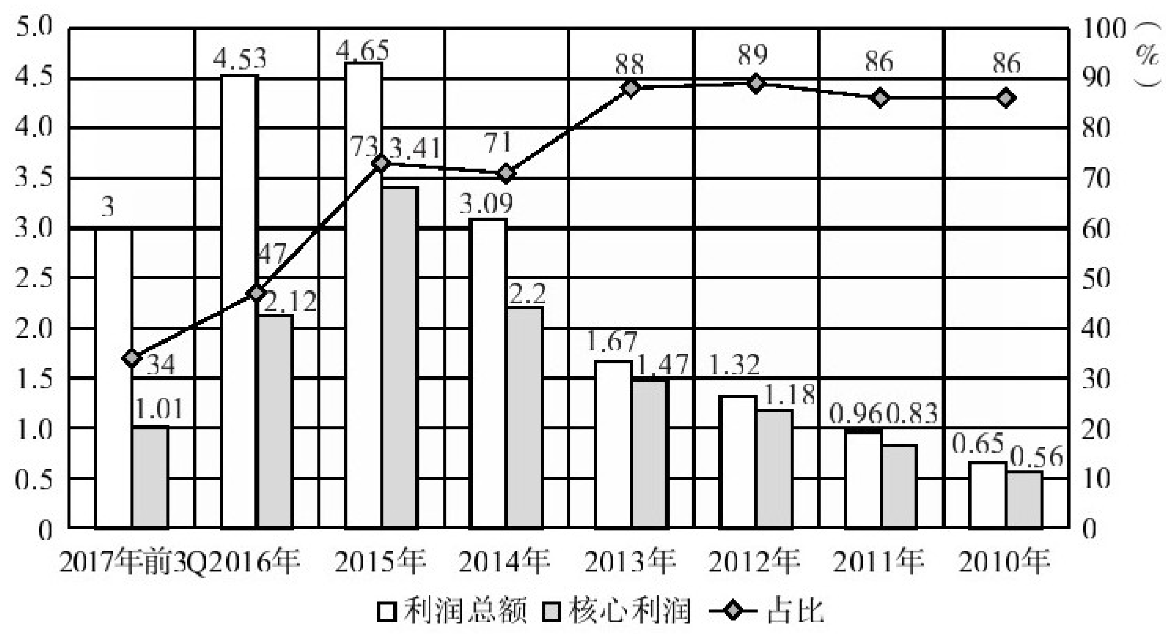


图1-4　某娱乐公司核心利润

总结：利润表是企业的肌肉，毛利率和核心利润是肌肉强弱的体现。在看利润表时，第一步是毛利（毛利率），第二步就是核心利润，这才是企业长治久安、不断发展壮大的真正秘密。

此外，关于利润表中利润调节、资产减值损失、非经常性损益等内容，也是需要投资者关注的要点，在稍后的章节细说。

第三节　现金流量表是企业的血液

阅读财务报表，相信大多数人会按照“利润表-资产负债表-现金流量表”这个顺序，但是三张表中最富含金量的一张报表非现金流量表莫属了。就如阿喀琉斯之踵，如果现金流量表出了问题，整个财务报表也就破绽百出。

一、现金流量表之构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我国现行会计准则中规定对现金流量表采用直接法编制，与港股和美股上市公司现金流量表编制方法略不同，间接法编制的现金流量表通常在报表附注中“现金流量表补充资料”项进行说明。

（一）现金流量表

现金流量表主要由经营、投资及筹资三大活动构成：

1.经营活动产生的现金流量

经营活动现金流量与企业主营业务密切相关，年报“公司简介和主要财务指标”中就列示“经营活动产生的现金流量净额”金额，其重要性比肩营业收入和归母净利润。如表1-26所示。

表1-26　经营活动产生的现金流量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一、经营活动产生的现金流量
销售商品、提供劳务收到的现金
收到的税费返还
收到的其他与经营活动有关的现金
经营活动现金流入小计
购买商品、接受劳务支付的现金
支付给职工以及为职工支付的现金
支付的各项税费
支付的其他与经营活动有关的现金
经营活动现金流出小计
经营活动产生的现金流量净额

（1）销售商品、提供劳务收到的现金主要为当期现销收入。

基本逻辑关系：含税营业收入≈应收账款增加额+应收票据增加额+销售商品、提供劳务收到的现金-预收账款增加额（即现销和赊销两者之和）。

当期销售商品、提供劳务收到的现金/含税营业收入占比通常是越高越好，当期卖的产品同期回款是最乐见的，不过具体也要看行业和营业周期，零售业比值就相对高（营业周期短），重型制造业相对低（营业周期长）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

鄂武商A（000501）（湖北省综合零售商业企业）2017年3季度销售商品、提供劳务收到的现金157.78亿元，营业收入130.19亿元，换算成含税收入上述比值大于1；中联重科（000517）（主要从事工程机械、环境产业、农业机械等高新技术装备研发制造）2017年3季度销售商品、提供劳务收到的现金167.64亿元，营业收入178.6亿元，换算成含税收入上述比值小于1。

（2）购买商品、接受劳务支付的现金主要为当期含税采购成本，基本逻辑关系为：（营业成本+存货增加额）×1.17≈应付账款增加额+应付票据增加额+购买商品、接受劳务支付的现金-预付账款增加额（假设此处增值税为17%）。

对于上游供应商议价能力强的企业可以利用商业信用期暂不付款，当期购买商品、接受劳务支付的现金支出减少；议价能力弱的企业就享受不到这种时间差优势。

另外特别提出的是需要关注“收到/支付的其他与经营活动有关的现金”项目，如果上述两个项目金额大、占比高就需要特别注意，应结合报表附注查阅是否存在向关联方提供资金的情况。

金亚科技（300028）2015年年报中“收到/支付的其他与经营活动有关的现金-往来款”金额分别为3468万元、1337万元，年报披露后即收到关于关联方占款问题监管机构的问询函，可知其早在现金流量表已显露该问题。

2.投资活动产生的现金流量

（1）收回投资所收到的现金。

主要比较投资变现价值与初始投资成本，结合报表附注所披露的明细项目，分析收回投资过程中所体现的盈亏性。如表1-27所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表1-27　投资活动产生的现金流量

二、投资活动产生的现金流量
收回投资所收到的现金
取得投资收益所收到的现金
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额
收到的其他与投资活动有关的现金
投资活动现金流入小计
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金
投资所支付的现金
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额
支付的其他与投资活动有关的现金
投资活动现金流出小计
投资活动产生的现金流量净额

海螺水泥（600585）2017年半年报披露减持冀东水泥（000401）13.93%股份，最初投资成本为21.61亿元；减持新力金融（600318）1.49%股份，最初投资成本约为897.61万元。合计确认处置上述两项投资取得投资收益15.56亿元，合计收回现金约37亿元。

（2）取得投资收益所收到的现金。

主要与利润表中投资收益项目进行对比，该项目体现当期实际收到的各类投资现金收益，分析投资收益的现金获取能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

雅戈尔（600177）2016年利润表中实现投资收益34.95亿元，取得投资收益所收到的现金仅为8.74亿元，多为账面浮盈。

（3）购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。

在建工程代表未来产能，固定资产代表现有产能；通过在建工程转换为固定资产，固定资产转化成产能，产能形成收入，收入创造利润并产生现金流，构成经营活动闭环。通过分析该项目可知当期投入金额，并结合资产负债表中在建工程、固定资产明细项目变动推测未来及现有产能规模，测算营业收入增长。

（4）投资所支付的现金。

结合资产负债表中长期股权投资等项目分析公司发展战略，与“收回投资所收到的现金”进行比较，可知公司目前属于结构性调整、扩张式发展或收缩式发展。若两者规模（综合考虑绝对值与相对值）均较大，可推测其处于结构性调整；投资支付的金额较大，公司处于扩张式发展；收回投资支付的金额较大，公司处于收缩式发展。

复兴医药（600196）2017年2季度现金流量表中投资支付的现金为13.27亿元，收回投资收到的现金5.86亿元，并且长期股权投资金额逐年增长，符合公司外延式扩张发展战略。

3.筹资活动产生的现金流量

筹资活动产生的现金流量如表1-28所示。

表1-28　筹资活动产生的现金流量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三、筹资活动产生的现金流量
吸收投资所收到的现金
借款所收到的现金
发行债券收到的现金
收到的其他与筹资活动有关的现金
筹资活动现金流入小计
偿还债务所支付的现金
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金
支付的其他与筹资活动有关的现金
筹资活动现金流出小计
筹资活动产生的现金流量净额

（1）借款所收到的现金与偿还债务所支付的现金。

筹资活动现金流量主要结合公司资本结构分析，以及当期有息负债增减变动。分析“取得借款收到的现金”与“偿还债务支付的现金”两者规模变动，可知公司是否存在以新债还旧债的情形。

宝钢股份（600019）2017年2季度取得借款收到的现金579.93亿元，偿还债务支付的现金556.74亿元，二者规模相当，结合钢铁去产能现状分析可知其是以新债还旧债。

（2）分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过分析可知公司向投资者实际分配现金股利金额，相对于股票股利及资本公积转增股本等基于所有者权益内部项目变动更实在；结合利润表中财务费用利息支出、当期分红情况可推测当期实际支付利息情况，测算公司融资利率。

（二）现金流量表补充资料

阅读完现金流量表后接着再阅读间接法现金流量表，看看是如何将净利润调节为经营活动产生的现金流量净额，分析最大影响因素是因为折旧、摊销还是经营性往来项目呢？如表1-29所示。

表1-29　将净利润调节为经营活动现金流量

1. 将净利润调节为经营活动现金流量
净利润
加：资产减值准备
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧
无形资产摊销
长期待摊费用摊销
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“—”号填列）
固定资产报废损失（收益以“—”号填列）
公允价值变动损失（收益以“—”号填列）
财务费用（收益以“—”号填列）
投资损失（收益以“—”号填列）
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）
递延所得税负债增加（减少以“—”号填列）
存货的减少（增加以“—”号填列）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）
其他
经营活动产生的现金流量净额

（三）其他重点关注事项

最后需要关注的是资产负债表中货币资金项目与期末现金及现金等价物余额两者是否存在差额。若存在，则表明存在不可随时变现的货币资金。如果两者差额悬殊需要特别留意，在计算比如偿债能力指标时需扣除。

中国中车（600019）2017年2季度期末现金及现金等价物余额238.76亿元，货币资金350.29亿元，差额约111亿元，其中受限的货币资金38亿元，三个月或长于三个月到期的定期存款78亿元。

（该篇文章来自初善投资团队成员方媛）

二、经营活动现金流量净额

前几年流行成长股投资时，开口必谈PEG，因为只有这样，才能给他们持有的50倍PE或者100倍PE的个股找到持有的理由。这几年随着小盘股估值的不断下移和一些公司的疑似造假问题，各位投资者开口无不是经营活动现金流量净额必须为正，可是经营活动现金流量净额为负就不行吗？

（一）什么是经营活动现金流量净额

经营活动现金流量净额理解上就是企业主营业务收入创造的现金流，计算上使用经营活动现金流入减去经营活动现金流出。表1-30是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

茅台的经营活动现金流量净额计算表，流入主要是销售商品或者提供劳务收入的现金，流出主要是购买商品或者接受劳务支付的现金、支付的人力资源费用、税费等。

表1-30 茅台的经营活动现金流量净额计算表

	2017－09－30	**2016－12－31**	**2015－12－31**
报告期	三季报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表
经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	489.01	610.13	370.83
收到的税费返还			
收到其他与经营活动有关的现金	5.79	1.89	1.54
经营活动现金流入（金融类）	30.22	60.77	27.77
经营活动现金流入差额（特殊报表科目）			
经营活动现金流入差额（合计平衡项目）			
经营活动现金流入小计	525.02	672.79	400.14
购买商品、接受劳务支付的现金	33.86	27.73	29.68
支付给职工以及为职工支付的现金	44.11	46.74	45.37
支付的各项税费	190.60	175.11	140.03
支付其他与经营活动有关的现金	19.45	23.71	18.67
经营活动现金流出（金融类）	9.13	24.99	－7.98
经营活动现金流出差额（特殊平衡科目）			
经营活动现金流出差额（合计平衡项目）			
经营活动现金流出小计	297.16	298.28	225.78
经营活动产生的现金流量净额差额（合计平衡项目）			
经营活动产生的现金流量净额	227.87	374.51	174.36

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以得出第一个结论：销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的关系，即确认的营业收入收回了多少现金，一般情况下考虑增值税，这个比值叫收现比。

2017年整个A股，扣除金融业（含银行、证券、保险等）后，销售商品、提供劳务收到的现金共计34.53万亿元，而同期营业收入为33.24万亿元，收现比为1.04。意思就是从所有的公司来看，其实现1元的营业收入，共计收回1.04元的现金。

理论上，这个比值当然越大越好。但是长期来看，这个比值接近1.17（假设增值税税率为17%）。即使今年流入的现金大于营业收入，那么后一年的现金流入可能会小于营业收入，长期来看，企业的现金流入就等于确认的营业收入和增值税。

比如贵州茅台从2007年至2016年十年间实现净利润1067亿元，产生的经营活动现金流量净额为1197亿元，经营活动现金流量净额是净利润的1.12倍。我们给这个比值起个名字，叫净现比，即实现1元净利润实际流入的现金是多少元，贵州茅台实现1元的净利润带来1.12元的现金流入。如表1-31所示。

再看格力电器的现金流，十年间实现净利润767亿元，经营活动现金流量净额1261亿元，净现比高达1.64，意味着1元的净利润带来了1.64元的现金流入。如表1-32所示。

我们知道，经营活动现金流出除了支付购进的原材料、人工成本、税费外，并不包含固定资产折旧、利息支出等内容，即经营活动现金流出小于营业成本+期间费用+所得税。因此，经营活动现金流量净额应大于净利润。从实务总结来看，经营活动现金流量净额/净利润也大于1，意味着公司创造的净利润均通过现金流入了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由此，笔者得出第二个结论：长周期来看（10年以上），经营活动现金流量净额应大于净利润，即净现比约大于1，当然越大越好。

看2017年整个A股的净现比，扣除金融业之后，A股实现净利润1.94万亿元，经济活动现金流量净额为2.55万亿元，净现比为1.32。也就意味着A股实现1元的净利润，流入的现金为1.32元。

笔者发现茅台的净现比最高时达到2.09，即当年实现1元的净利润收回了2.09的现金；最低仅为0.59，即当年实现1元净利润收回的现金仅仅为0.59元。格力的净现比最高为3.52和3.22，最低为0.14和0.17。

表1-31　茅台十年现金流

	累计	2016－12－03	2015－12－03	2014－12－03	2013－12－03	2012－12－03	2011－12－03	2010－12－03	2009－12－03	2008－12－03	2007－12－03
净利润	106,738	17,931	16,455	16,269	15,965	14,008	9,250	5,340	4,553	4,001	2,966
加：资产减值准备	7	12	－1	0	－2	3	－3	－3	－0	0	－1
固定资产折旧、油气资产折耗	4,252	843	761	675	520	415	331	268	187	147	104
无形资产摊销	339	80	80	78	32	16	12	15	12	7	8
长期待摊费用摊销	123	11	7	4	4	4	5	3	9	11	66
存货的减少	－18,641	－2,609	－3,031	－3,146	－2,171	－2,479	－1,613	－1,382	－1,078	－810	－324
经营性应收项目的减少	－1,293	7,670	－6,705	－1,518	－63	－65	－149	232	－672	－95	72
经营性应付项目的增加	29,633	14,102	10,207	184	－1,454	163	2,543	1,783	1,263	2,109	－1,265
间接法－经营活动产生的现金流量净额	119,661	37,451	17,436	12,633	12,655	11,921	10,149	6,201	4,224	5,247	1,743
净现比	1.12	2.09	1.06	0.78	0.79	0.85	1.10	1.16	0.93	1.31	0.59

表1-32　格力十年现金流

	合计	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31	2010－12－31	2009－12－31	2008－12－31	2007－12－31
净利润	76,731	15,525	12,624	14,253	10,936	7,446	5,297	4,303	2,932	2,128	1,287
加：资产减值准备	844	－1	86	398	192	66	－21	100	11	3	10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	合计	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31	2010－12－31	2009－12－31	2008－12－31	2007－12－31
固定资产折旧、油气资产折耗	8,296	1,735	1,245	1,276	1,146	883	583	429	410	326	265
无形资产摊销	381	73	59	55	49	69	31	15	11	10	9
长期待摊费用摊销	162	9	14	26	35	27	19	5	9	9	8
处置固定资产、无形资产和其他	65	12	8	14	2	12	7	4	－1	1	5
公允价值变动损失	47	－1,093	1,010	1,382	－991	－247	58	－69	－2		
财务费用	－2,818	－3,246	－729	283	622	154	－16	43	3	65	2
投资损失	535	2,221	－97	－724	－717	20	－91	－62	－7	－9	1
递延所得税资产减少	－9,634	－910	－526	－2,512	－2,763	－1,229	－155	－483	－321	－427	－308
递延所得税负债增加	332	88	－18	－78	170	114	3	24	26	1	3
存货的减少	－3,534	422	－902	4,572	4,048	235	－5,917	－5,736	－955	2,350	－1,650
经营性应收项目的减少	－16,807	－5,230	34,388	－5,979	－15,182	－2,489	－1,393	－12,928	952	－6,324	－2,621
经营性应付项目的增加	79,523	4,724	－1,112	7,967	19,129	12,380	5,323	6,051	16,618	2,614	5,830
未确认的投资损失	－										
其他	－7,986	532	－1,673	－1,992	－3,706	968	－372	8,921	－10,238	－378	－48
间接法－经营活动产生的现金流量净额	126,139	14,860	44,378	18,939	12,970	18,409	3,356	616	9,450	369	2,793
净现比	1.64	0.96	3.52	1.33	1.19	2.47	0.63	0.14	3.22	0.17	2.17

那么笔者得出第三个结论：从单年度或者季度来看，净利润与经营活动现金流量净额差异可能很大，即净现比波动非常大。所以，很多人看到单季度或者年度现金流量净额不好的时候，任何担心都可能是庸人自扰。

这个问题很好理解，因为现金流量表是收付实现制，收付实现制下，截止时点有比较大的影响，而利润表是权责发生制。

（二）经营活动现金流量净额差（净现比远小于1）的主要原因

为什么一些企业的经营活动现金流量净额那么差呢？最可能的原因有两条：

一是该收回来的货款没有收回，变成了应收账款趴在资产负债表里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是也可能是大量支付了原材料价款或者大量购进原材料，体现为应付账款大量减少或者存货的大量增加。

这些我们可以通过间接法编制的现金流量来分析，先看间接法编制现金流量表的方法：从净利润开始，通过加上或减去若干调整项目，得到“经营活动现金流量净额”。调整过程如表1-33所示。

表1-33　间接法编制现金流量表

	2016－12－31
补充资料：	
净利润	17,930.64
加：资产减值准备	12.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	842.73
无形资产摊销	80.46
长期待摊费用摊销	11.01
待摊费用减少	
预提费用增加	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2016－12－31
固定资产报废损失	1.87
公允价值变动损失	
财务费用	
投资损失	
递延所得部资产减少	－590.20
递延所得税负债增加	
存货的减少	－2,608.95
经营性应收项目的减少	7,669.65
经营性应付项目的增加	14,101.72
未确认的投资损失	
其他	
间接法－经营活动现金流量净额差额（特殊报表科目）	
间接法－经营活动现金流量净额差额（合计平衡项目）	
间接法－经营活动产生的现金流量净额	37,451.25

调整主要包括两类内容：

一是影响净利润但不影响现金流的，即利润表项目中的折旧摊销、财务费用（不是经营活动导致的）等。

二是主要影响现金流但是不影响净利润的资产负债表科目因素，比如存货的变动、应收账款和应付账款的变动。

这种分类不好理解，你们可以忽略，我们换一种方式。间接法的调整科目分为三类：

一类是影响经营活动现金流入的，如应收账款的增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一类是影响经营活动现金流出的，如应付账款的减少、存货的增加等。

一类是算成本但是没有现金流出的折旧等。

那么笔者得出第四个结论：针对净现比低的企业，通过间接法编制的现金流量表可以判断原因：是因为现金流入的不够（应收账款增加），还是因为现金流出的太多（应付减少、存货增加），然后在结合其商业模式来验证。

从以上结论来看几家知名的环保企业：

首先，三聚环保十年净现比仅为0.14，即实现1亿元的净利润但是现金流入仅1400万元。如表1-34所示。

其次，我们来看现金流的去向，34.87亿元的净利润，应收账款累计增加81.56亿元，而同期存货增加只有7.38亿元，应付账款累计增加40.63亿元。因此结论是三聚环保现金流差主要是因为确认的收入没能及时变成现金流入进来。那么看三聚环保的关键是应收账款是谁、履约能力怎么样、坏账准备政策如何、应收账款的账龄怎么样、能不能收回来等。

再看看碧水源的现金流量表，碧水源的净现比相对还好，十年间累计净现比为0.71，近五年净现比每年都没有超过1。分析其原因，跟三聚环保如出一辙，主要的去向是应收账款。如表1-35所示。

大家在看现金流尤其是经营活动现金流量净额时，还是需要结合公司的经营模式来看。尤其是现金流差的企业，如果因为现金流差就抛弃，你可能就错过了三聚环保和碧水源这种十年十倍的牛股了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同时，在成长股投资时，考虑到营业收入的快速增长，乃至给予一定宽松的账期。同时，采购原材料增加，那么企业的经营活动现金流量净额不会太好，关键是能确认相关去向，并能合理解释，否则造假的嫌疑很难消除。

不过远离现金流差的企业也是最好的规避造假企业的方式之一，所以有些时候错过就错过了。

总结：现金流量表是血液，净现比不低于1才能表明血液循环畅通。如果净现比比较低，那么企业想扩展，就需要其他融资来补充血液。而一旦血液循环不畅，那么企业面临的只有死亡了。

表1-34　三聚环保现金流量表

	合计	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31	2010－12－31	2009－12－31	2008－12－31	2007－12－31
净利润	3,487	1,635	814	411	205	180	95	58	51	28	10
加：资产减值准备	552	237	179	64	34	12	9	10	1	5	1
固定资产折旧、油气资产	393	144	97	53	29	27	14	10	9	5	6
无形资产摊销	43	11	10	7	3	3	2	2	2	2	1
长期待摊费用摊销	27	9	6	3	3	5	0	0	0	0	1
处置固定资产、无形资产	－48	0	0	0	0	－49	0	0	0	2	0
财务费用	916	372	263	124	70	53	29	14	14	13	11
投资损失	1	0	－1	0	2	0					0
递延所得税资产减少	－97	－33	－31	－16	－6	－2	－1	2	0	－10	－1
存货的减少	－738	－224	－23	－133	－132	－117	－58	－12	－5	－26	－9
经营性应收项目的减少	－8,156	－3,982	－2,324	－650	－350	－244	－320	－159	－25	－60	－42
经营性应付项目的增加	4,063	2,154	1,072	456	172	93	26	28	－17	34	46
间接法－经营活动产生的现金流量净额	488	321	61	319	30	－39	－202	－47	30	－8	24
净现比	0.14	0.20	0.07	0.77	0.15	－0.22	－2.13	－0.82	0.59	－0.30	2.31

表1-35　碧水源的现金流量表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	合计	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31	2010－12－31	2009－12－31	2008－12－31	2007－12－31
净利润	6,649.32	1,849.73	1,457.42	1,013.68	939.88	595.77	360.46	179.45	107.63	74.67	70.63
加：资产减值准备	461.55	150.90	135.02	84.37	50.90	21.85	11.11	4.62	－0.04	1.74	1.11
固定资产折旧、油气资	186.95	43.48	34.52	32.65	25.69	22.04	17.70	5.73	3.55	1.13	0.46
无形资产摊销	107.29	44.60	27.16	16.05	6.21	4.69	4.10	2.97	0.90	0.53	0.08
长期待摊费用摊销	7.30	1.79	1.24	0.07	0.39	1.20	0.52	1.56	0.22	0.31	
处置固定资产、无形资	0.42	0.03	0.41	0.02	－0.08		－0.01	0.00	0.00	0.04	0.01
固定资产报废损失	4.03	4.03									
公允价值变动损失	0.00										
财务费用	371.20	93.28	90.50	113.10	71.25	2.73	4.95	0.14	－1.98	－1.32	－1.45
投资损失	－1,206.85	－263.84	－217.46	－317.80	－255.10	－109.94	－42.24	－0.58	－0.07	0.10	0.08
递延所得税资产减少	－85.71	－32.34	－23.18	－14.00	－8.97	－3.74	－2.08	－0.97	0.08	－0.31	－0.20
递延所得税负债增加	－15.34	1.03	－20.58		4.21						
存货的减少	－420.71	－69.50	－70.74	－82.25	－64.49	－22.09	－64.92	1.37	－34.04	7.21	－21.26
经营性应收项目的减少	－5,946.20	－2,454.38	－1,116.25	－844.05	－803.04	－478.43	－196.08	－31.93	22.78	12.92	－57.74
经营性应付项目的增加	4,513.81	1,383.02	1,061.17	762.52	694.05	288.96	236.80	15.13	36.00	8.35	27.81
未确认的投资损失	0.00										
其他	85.85			17.03	13.19	25.91	29.72				
间接法－经营活动产生的现金流量净额	4,712.92	751.83	1,359.22	781,39	674.08	348.94	360.03	177.51	135.03	105.37	19.52
净现比	0.71	0.41	0.93	0.77	0.72	0.59	1.00	0.99	1.25	1.41	0.28

第四节 骨骼、肌肉和血液的融合，看三张报表的关系

财务报表仅仅是三张独立的报表吗？它们之间究竟有什么钩稽关系呢？下面我们一起探寻骨骼、肌肉和血液的关系。

一、三表之间的钩稽关系

笔者来讲讲三表之间的钩稽关系，以便大家在财报分析时候心中能有清晰的框架。

首先，最重要的一句话就是“有借必有贷，借贷必相等”。每张表中任意科目的数字变动都会引起三表中与之相关科目的变动。

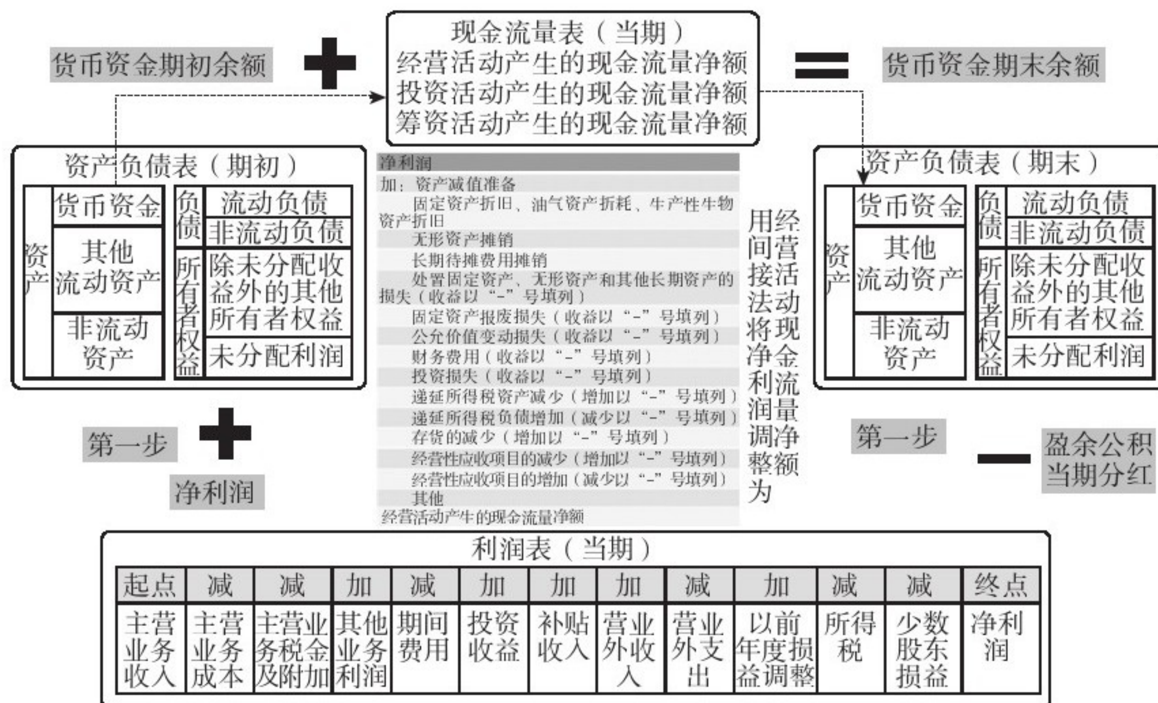
举个例子，资产负债表中有一项恒等式是资产（左边）=负债+所有者权益（右边）。也就是说，一项资产的增加，来源于一项负债的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增加或所有者权益的增加，或者来源于另一项资产的减少。同理，一项收入增加的同时，一项资产同步增加或一项负债同步减少；一项成本增加的同时，一项资产同步减少或一项负债同步增加。这里你可以把整个利润表当作是所有者权益科目，因为利润表科目的最终结果就是净利润，而净利润的去向就是资产负债表的未分配利润。

三表之间的关系千丝万缕，但还是有规可循的。资产负债表是现金流量表和利润表的基础，其反映的是企业当期期初和期末两个时点的财务状况。在资产负债表中，可以从左边看出企业资产（包含了现金资产和非现金资产）的构成，从右边看到企业的资产来源于负债（借来的钱）或所有者权益（实收资本和资本公积即股东投入的钱、盈余公积及赚来的还没分红的未分配利润）。

现在想象三张表其实就是一张资产负债表，现金流量表就只是解释了货币资金科目，利润表的影响都在所有者权益里，就好比爸爸抱着俩儿子。如果你还没听不懂，请看图1-5。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图1-5　现金流量表

现金流量表反映的是资产负债表中各个项目对现金流量的影响，并最终反映为资产负债表“货币资金”科目当期期初及期末两个时点数的差额。也就是说，企业在经营、投资和筹资三类活动中分别获得多少现金净流入，三者加起来的当期现金流量净额再加上资产负债表中货币资金期初余额即等于货币资金科目期末余额。

而利润表则对资产负债表中“未分配利润”科目在本期期初到期末之间发生的变化的过程做了解释，企业本期从主营业务收入、其他业务收入、投资收益和营业外收入甚至获得的补贴收入中分别获得了多少钱，扣除成本、费用、税金等还剩下多少钱，该部分剩下的钱还需要提取法定盈余公积和任意盈余公积，接着再扣掉当期分红（如现金股利），最终剩下加上期初未分配利润就等于资产负债表中未分配利润科目的期末余额了。

在此特别介绍一下将净利润调整为经营活动产生的现金流量净额的间接法。企业会计准则规定企业应当在附注中披露将净利润调节为经营活动现金流量的信息（其实还要求披露不涉及现金收支的重大投资和筹资活动，以及现金及现金等价物净额变动等信息，在此不展开）。

用间接法将净利润调整为经营活动产生的现金流量净额的过程中，需要调整的项目主要包含三大类。如表1-36所示。

表1-36　调整的项目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是否影响损益	是否属于经营活动	是否涉及现金收支	涉及的调整项目
影响损益	属于经营活动	没有支出现金	资产减值准备、固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资料折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销
影响损益	不属于经营活动	没有支出现金	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损益、固定资产报废损益、公允价值变动损益、财务费用、投资损失
不影响损益	属于经营活动	涉及现金收支	递延所得税资产、递延所得税负债、经营性应收项目、经营性应付项目、存货的增减变动

将上述三表钩稽关系图中调整净利润的表放大给大家看。如表1-37所示。

表1-37　调整净利润

净利润
加：资产减值准备
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧
无形资产摊销
长期待摊费用摊销
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“—”号填列）
固定资产报废损失（收益以“—”号填列）
公允价值变动损失（收益以“—”号填列）
财务费用（收益以“—”号填列）
投资损失（收益以“—”号填列）
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

递延所得税负债增加（减少以“—”号填列）
存货的减少（增加以“—”号填列）
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）
其他
经营活动产生的现金流量净额

很多人做投资喜欢看利润表，并重点关注营业收入和净利润增长。然而，三表中最容易被动手脚的就是利润表，含金量最高的反而是现金流量表。现金流量表之于企业，就如血液之于人体。人少吃几顿饭，企业暂时不赚钱，都不会挂掉，但人没了血液或者企业没了现金流，就不好意思了，供应商是不会接受非现金的“利润”来作为货款的，员工也不会接受这样的“利润”作为工资。

要明白上述道理首先需要明白利润表中“营业收入”不一定能直接带来现金流量表中经营性现金流的流入，或者资产负债表中“货币资金”的增加。因为营业收入还可能是赊销带来的收入而使资产负债表中应收账款或应收票据的增加。资产负债表和利润表是权责发生制的，而现金流量表是收付实现制的。也就是买卖做了，但钱不一定马上收得到。

而投资高手一般先看资产负债表和现金流量表，最后才看利润表。曾经有一位前辈分析乐视网，他的观点是，从现金流量表（表1-38）入手就否定它：

表1-38　乐视网现金流量表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目 \ 年份	2015 年	2016 年
经营活动产生的现金流量净额	9 亿	－10 亿
投资活动产生的现金流量净	－30 亿	－90 亿
筹资活动产生的现金流量净额	44 亿	94 亿

2015年，经营净流入9亿元、投资是净流出30亿元、筹资净流入44亿元。属于典型的“蛮牛型”公司，就是经营赚一点钱，但远远不够，要靠融资的钱加大投资。投资这样的公司要很慎重。

2016年，经营净流出10亿元、投资净流出90亿元、融资净流入94亿元。就是经营赚不到钱、完全靠融资来弥补亏损和加大投资，靠搏一搏，投资那边如果搏输了，企业就很危险了。

下面笔者会就三表之间钩稽关系的细分的知识点，结合具体案例再和大家分享。

记住，资产负债表是爸爸。

（该篇文章来自初善投资团队成员李盈瑜）

二、从三表关系看企业造假

（一）造假的逻辑

根据上一篇内容，可以说财务报表中主表就一张，即作为爸爸的资产负债表。因为：

第一，要是没有利润表，可以通过对资产负债表中的净资产期末数与期初数进行比较，计算出当年的利润数额（假设没有股权融资，没有股利分配）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二，要是没有现金流量表，可以通过对货币资金的期初期末余额增减变化，计算出当年的现金及现金等价物净增加额。

将资产负债表和利润表结合起来的一个动态等式：资产=负债+所有者权益（不含当年新增未分配利润）+收入-费用。从这个等式可以看出，企业造假尤其是上市公司造假，一般是虚增利润（收入-费用），因此要保持等式平衡，那么必须同时虚增资产或虚减负债。在企业没有手段虚减负债的情况下，企业只能选择虚增资产。

为什么是虚增资产呢？我们看支出、费用及资产的关系。企业所有的支出都会引起现金的增减变化，因此都要记入现金流量表。该支出如果影响企业时间短，即一年内，那么往往直接计入利润表，作为当期成本或者费用，在现金流量表中计入经营活动现金流量支出。如果该支出为一年以上，一般就要进行资本化处理，作为资产记入资产负债表，在现金流量表中计入投资现金流量支出。可以说，资产是寿命长的支出，费用是寿命短的支出。

那么，企业造假没可能虚减负债，同时虚增支出计入利润表达不到增加净利润的目的，企业只能虚增资产。

（二）资产会计科目的秘密

我们再从审计角度看看资产负债表的科目。流动资产主要是货币资金、应收账款及存货科目，非流动资产主要是固定资产及在建工程科目。

货币资金造假难度较高，需要银行配合，或者伪造银行对账单、询证函等信息。货币资金造假难度五颗星，很难但是依然存在，主要是通过账外货币资金的方法，不在讨论范围内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应收账款造假难度比较高，需要对方客户的配合，这也是笔者前面说的应收账款导致的经营活动现金流量净额差。这种情形造假的可能性较低，但是如果是关联方的应收账款，那么造假的可能性直接翻倍。应收账款造假难度三颗星，以前大量存在，现在由于信息的透明度，大大减少。

存货造假难度看存货性质，如果是易于盘点、易于计价的物品，则很难造假，审计师通过盘点等手段可以确认。如果是不易盘点、不易计价的存货，则造假难度低，比如农林牧渔类上市公司。通过存货造假需要看存货性质，难度三颗星，以前多，现在也比较少。

固定资产及在建工程造假是怎么发生的呢？

第一，审计时，盘点对于固定资产和在建工程帮助不大，企业指着这栋楼告诉我们，这栋楼价值1亿元，这对于审计师来说是核查的难点。

第二，固定资产和在建工程在现金流量表中影响的是投资现金流出，不影响经营活动现金流，因此可以吸引喜欢看经营活动现金流量净额的投资者。

第三，若干年的折旧摊销之后，如果需要，直接计提资产减值损失，就把造假的账抹平了。通过固定资产造假难度一颗星，发现难度五颗星。

大家想想，研发支出资本化是否符合这种情形呢？不过这个更多的归结到利润调节里。

总体来看，流动资产造假难度偏高，相对容易核查。因为基本上属于短期资产，而且使用流动资产造假，现金流量表中体现为经营活动现金流出，直接影响经营活动现金流量净额，同时应收账款周转率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和存货周转率会不断变慢，这也是判断是否存在流动资产造假的必要不充分条件之一。比如被怀疑造假的獐子岛，就是存货价值核查难度高、存货周转率变慢的典型之一。

长期资产固定资产和在建工程造假难度低，发现还困难，是越来越多的企业采取的方式。

（三）案例

举个疑似造假的例子。

首先是公司A的存货余额及存货周转率，2008年至2013年，存货年年增加，由9.9亿元增加至2013年的26.84亿元。存货周转率也在逐年上升，因此在2014年大额计提存货跌价准备。此后，存货价值依然在上升，同时存货周转率居高不下，不得不在2017年继续计提存货跌价准备。如图1-6所示。

再看公司B，其固定资产从2011年开始大幅增长，从2011年的1.50亿元增长至2017年三季度末的26.25亿元，同时固定资产周转率由4.99大幅降低为1.28，该企业在2017年也被爆出有造假嫌疑。如图1-7所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

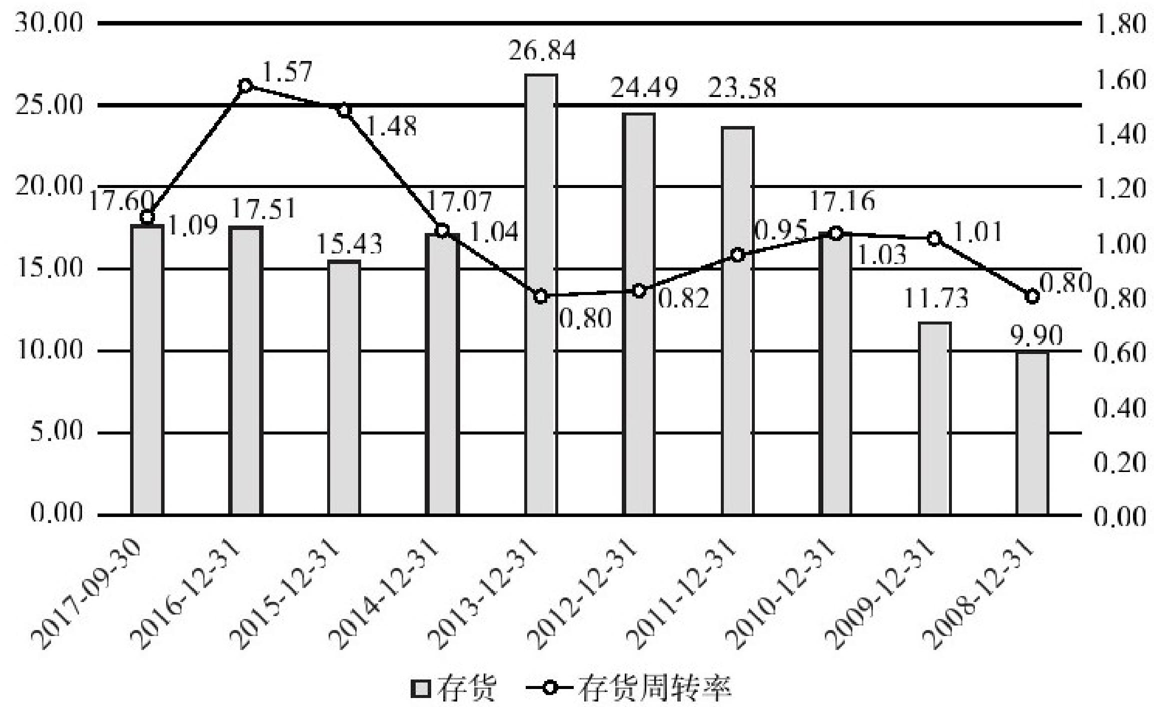


图1-6　公司A的存货余额及存货周转率

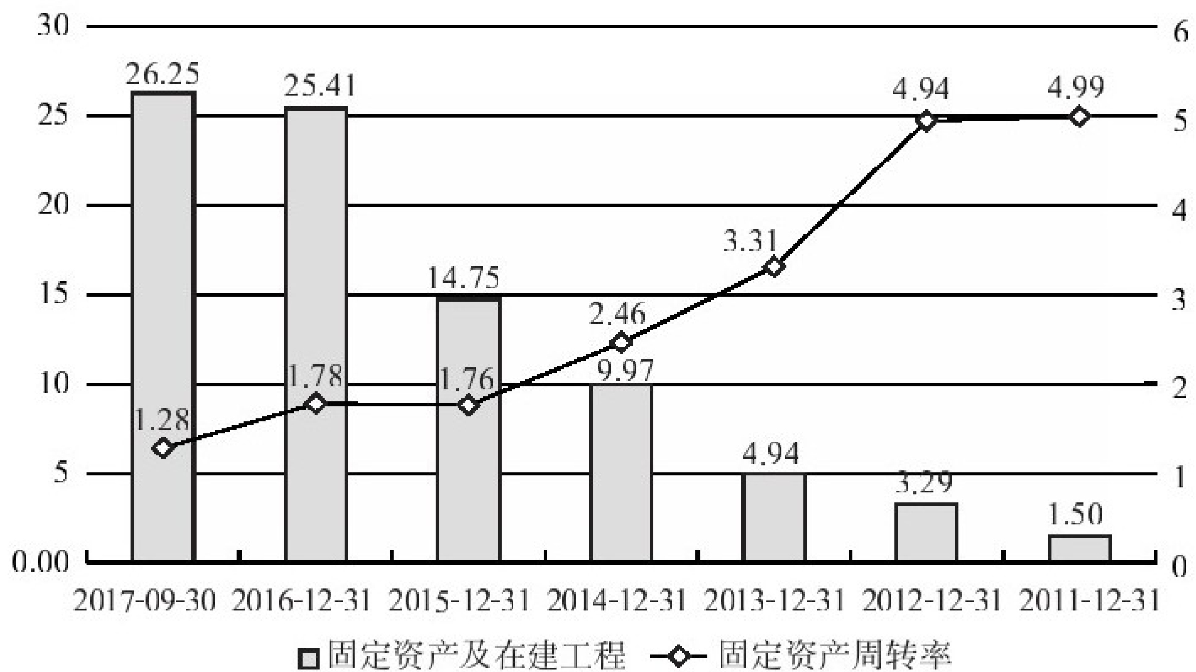


图1-7　公司B固定资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结论：造假的虽然是利润表，但是我们却需要通过资产负债表来判断。需要关注的几个造假点：

一是关联方的应收账款。

二是高额的存货及越来越低的存货周转率。

三是高额的长期资产（固定资产等）及越高越低的长期资产周转率。

最后，以上均是必要不充分条件，一定要具体企业具体分析，不能冤枉好企业。

三、三分钟读懂一家企业的年报

我们知道上市公司几千家，每年都有半年报和年报，因此快速有效地读懂年报可以大大提高效率。那么如何三分钟内，分八步快速通过一家企业的年报来获取知识点呢？

比如看四方冷链这家公司的年报，笔者跟你们一样对它一无所知，看名字应该是搞冷链的。

第一步，肯定是看概括及利润表。因为这是期间数，好的利润表是吸引笔者的第一步，不好的就此打住。2017年实现收入10亿元，增速49%+，扣非归母净利润1.61亿元，增速33%+，如表1-39所示。

表1-39　四方冷链利润表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

单位：元 币种：人民币

主要会计数据	2017 年	2016 年	本期比上年同期增减（%）	2015 年
营业收入	1,008,714,515.86	675,793,332.74	49.26	737,371,556.00
归属于上市公司股东的净利润	172,184,765.20	124,443,134.56	38.36	125,709,966.47
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	161,529,549.99	121,002,760.63	33.49	110,986,363.63
经营活动产生的现金流量净额	234,116,848.19	133,953,169.87	74.78	172,371,234.08
	2017 年年末	2016 年年末	本期末比上年同期末增减（%）	2015 年年末
归属于上市公司股东的净资产	1,467,847,515.41	1,310,436,517.67	12.01	715,832,836.76
总资产	1,814,418,072.20	1,541,615,459.87	17.70	861,068,426.05

2017年为什么增速这么高，能维持吗？经营活动现金流量净额高达2.34亿元，增速74%+，净利润现金含量足。

第二步，看公司产品或者服务。你需要知道公司卖的究竟是什么。

公司主营业务是冷链装备和特种集装箱的研发、生产和销售，公司主营产品是以速冻设备为主的冷冻设备和罐式集装箱。冷冻设备主要用于农副产品、食品等产品的加工和储运，罐式集装箱主要用于满足化学品、食品饮料、能源等行业的物流需求。印象里这应该是个快速发展的小众市场（不一定对）。如图1-8所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三节　公司业务概要

一、报告期内公司所从事的主要业务、经营模式及行业情况说明

公司主营业务是冷链装备和特种集装箱的研发、生产和销售，公司主营产品是以速冻设备为主的冷冻设备和罐式集装箱。报告期内，公司主营业务范围未发生重大变化。

公司经营模式：

1. 冷冻设备主要用于农副产品、食品等产品的加工和储运。客户对冷冻设备的功能、性能等需求呈现出较大的差异性，所需产品多为非标准化产品，个性化需求明显，公司生产组织为“以销定产、以产定购”，根据客户需求进行产品设计，并根据订单制定生产计划，进行原材料采购，进而组织生产。销售方面主要采用直接销售的模式，通过直接与客户接触，了解并有针对性的分析其潜在需求，以获取订单。

2. 罐式集装箱主要用于满足化学品、食品饮料、能源等行业的物流需求，客户在产品运输介质、功能、外观等方面存在个性化需求，公司主要采取“以产定购”为主，辅以“安全库存管理”的模式制定采购计划，并采取“以销定产”模式组织生产。罐式集装箱的生产过程始终在第三方检验机构全程监控下，并需通过无损探伤、水压、气密等试验进行关键停止点控制。

行业情况说明：

公司所处行业情况请见本报告“经营情况讨论与分析”一节。

图1-8　四方冷链业务概要

第三步，看季度。季度的数据会比整体的数据更有参考意义。然而年报没有披露同比数据，建议大家自己计算或者介入wind等工具。查询wind，笔者发现公司季度收入近三个季度增速都在50%左右，可以说非常厉害了，扣非净利润增速稍低（考虑是毛利率降低或者费用率增加的影响）。如表1-40所示。

表1-40　四方冷链分季度财务数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	第一季度（1月－3月）	第二季度（4月－6月）	第三季度（7月－9月）	第四季度（10月－12月）
营业收入	205,976,024.63	234,054,138.44	252,605,650.30	316,078,702.45
归属于上市公司股东的净利润	40，206，801.56	28，963，829.31	47，215，075.69	55，799，058.64
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	37,527,501.76	29,777,630.15	45,317,575.38	48,906,842.70
经营活动产生的现金流量净额	34,422,945.12	70,308,924.78	123,535,057.41	5,849,920.88

第四步，看公司业绩变动的驱动因素，究竟收入凭什么增长了、哪些产品收入增长了、未来还有没有机会增长。公司称：收入的大幅增加：一方面因全球经济回暖；另一方面公司积极开拓新领域、新客户、新项目，大力拓展国内外市场所致。这跟没说一样，不过可以猜测是外围环境好了，公司本身也发展好了两方面影响。笔者只能再通过收入明细来分析了。

分产品可以看到冷链设备收入增速略低于特种集装箱，但是毛利率高，同时毛利率都是上涨的。分地区看境内收入增速远低于境外，毛利率都增加，但是主要是境外产品毛利率增加。如表1-41所示。

理一理，收入增速主要驱动是特种集装箱，应该是航运行业回暖促进的，而冷链收入增长可能是公司开拓新客户的原因。同时，毛利率小幅上涨，但是净利率下降，那么只有期间费用率上升了。

第五步，判断公司的未来，包括行业竞争、行业地位、未来收入可能的增速等。这个只能简单判断了，而且智者见智，根据前四步的内容来初步判断，空间有多大。如图1-9所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表1-41　四方冷链主营业务分行业、分产品、分地区情况

报告期内，公司实现主营业务收入 981，114，233.51 元，比上年上升 52.88%；主营业务成本 664，349，516.18 元，比上年上升 48.97%；主营业务毛利率 32.29%，比上年增加 1.78 个百分点。收入的大幅增加，一方面因全球经济回暖；另一方面公司积极开拓新领域、新客户、新项目，大力拓展国内外市场所致。

主营业务分行业、分产品、分地区情况：

单位：元　币种：人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
冷链装备行业	314,744,294.00	191,635,548.40	39.11	46.33	42.62	增加 1.58 个百分点
特种集装箱行业	666,369,939.51	472,713,967.78	29.06	56.17	51.71	增加 2.09 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
冷冻设备产品	314,744,294.00	191,635,548.40	39.11	46.33	42.62	增加 1.58 个百分点
罐式集装箱产品	666,369,939.51	472,713,967.78	29.06	56.17	51.71	增加 2.09 个百分点
主营业务分地区情况						
分地区	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
境内	353,044,199.08	218,600,506.22	38.08	39.72	38.68	增加 0.46 个百分点
境外	628,070,034.43	445,749,009.96	29.03	61.42	54.60	增加 3.13 个百分点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1、冷冻设备行业

冷冻设备行业总体竞争较为激烈，市场化程度高，市场集中度较低，行业内不同细分产品因对其技术、工艺、质量、资金投入等存在较大差异而使得其竞争格局有所差异。目前冷冻设备行业呈现行业内企业围绕技术升级在自主创新中展开竞争、围绕市场集中度提高在细分市场中展开竞争和围绕产品配套能力在产业链延伸中展开竞争等竞争格局。

我国冷冻设备市场供求总体保持平衡，并呈现出市场需求稳定增长且各细分下游市场增速不一、行业企业集中度不高的特点。其中，以速冻设备为例，国内速冻设备生产企业总体规模较小，产品结构较为单一，行业内领先企业通过技术升级、产能扩张、产品结构优化等手段持续满足国内外高端客户需求，伴随下游速冻食品市场的持续、快速发展，中国冷链物流产业有力的政策支持，速冻设备市场需求呈现稳定发展的良好态势。

长期以来，凭借较高的技术含量及产品附加值，冷冻设备制造业的利润水平一直保持稳定，在行业集中度不断提高的趋势下，具备技术优势、品牌优势、规模优势及成本控制能力的冷冻设备生产企业将获得更高的利润水平。

2、罐式集装箱市场

目前罐式集装箱市场主要在欧美国家，但随着下游市场的快速发展，以及对欧美发达国家完善的化学品、食品饮料等物流体系的学习和借鉴，中国、巴西、印度、俄罗斯等新兴国家罐式集装箱市场容量将因此较快扩大。

国际罐式集装箱行业已形成运营商（物流公司）、租箱公司、供应商（制造商）、堆场、清洗站、检验机构、运输代理等多方明确分工、协调发展的较为成熟的运营体系。而随着中国罐式集装箱市场的不断成熟以及在国际物流公司、租箱公司等投资中国的示范作用下，我国罐式集装箱运营、租赁、堆场等配套行业也将不断成长。

图1-9　判断四方冷链的未来

第六步，看审计报告。因为2017年开始审计报告新增了关键审计事项，这是对公司最重要的事项。当然，有些关键审计事项只是老生常谈，意义不大。比如四方冷链，提到的只是收入确认和坏账准备，倒也不必深究。

第七步，看资产负债表。看的内容只是浏览资产负债的主要构成，及是否存在特别的科目，特别科目的含义就是你一眼看不出这个科目换算的内容。在笔者眼里只有很少的科目会成为特别科目，如果有疑问的地方看报表附注。

第八步，看现金流量表，简单看看现金流量净额、投资活动现金流及间接法，没什么异常大可不必深究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，其他诸如研发投入、子公司盈利、未来发展计划等都是需要关注的，但是三分钟时间太紧了。

如果有买入的打算，就需要更详细地研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章 年报热读

本部分将选取一些上市公司的年报进行分析，目的在于跟大家示范如何分析年报。但在此说明，所选取案例仅为讲解方法使用，不作为投资建议。

第一节 增长的接力棒——从营业收入拆解看商业模式

做投资研究，财务分析是一个路径，而且财务分析有自己固有的局限性。

首先，三张财务报表记录的是企业的经营状况和财务成果。也就是说，财报是企业经营的结果而不是原因。我们通过财务数据和经济数据获取基本材料，套进财务模型里，可以得到一个貌似科学靠谱的结论，但是归根到底，这只是一个看图说话的行为。我们看过往几年的财务数据，会潜意识地把这个当作一个可持续的趋势，这是人的本能，这也是这么多人信奉技术分析的一个原因，但是这毫无道理。

在感恩节之前，火鸡的主人天天喂养火鸡，火鸡认为，主人一定是上帝派来的天使。直到感恩节那天，火鸡连过感恩节的权利都没有。所以，单纯的归纳法得出的结论是不靠谱的。在这个意义上，纯粹的财务分析就跟技术分析一样，是一种并不十分科学的方法。

另外，财务分析还有一个很大的问题在于货币计量的假设。财务报表仅仅体现单位为货币的数据，而其他维度的数据则无法反映。行业和企业，商业模式千差万别，千人一面的财务数据，仅仅只是企业运营经营成果和财务状态的体现，这是果不是因。看着过往业绩投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资，只是看倒后镜开车。所谓趋势，不是两点一线地看过往财务数据，而是寻求会自我实现的正反馈机制。企业运行，企业盈利，本身有其内在逻辑，而这就是它的商业模式。而企业的商业模式，很大程度上会反映在其业务数据上，而不仅仅是记录于三张报表上。

当然，在这里不是说财务分析不重要，否则投资者分分钟就会踩到业绩地雷。笔者想，仅根据三张报表上的纯粹财务分析是不够的。笔者想强调的是：投资分析不应该只有纯财务分析，还要有结合企业的核心业务数据，财务数据和商业模式，分析企业的收入和盈利来源。

一、商业模式分析的通用套路——营业收入拆分

财务分析的起点是利润表。利润表的分析起点是营业收入。至于说营业收入之前的东西，课本就没教了。对于新手投资者，一般来说分析企业就从营业收入开始，然后一堆比率做下来。看上去很厉害，实际上并没有什么用。

笔者看了很多篇研报，发现做公司深度分析的分析师们不会局限于营业收入，而是根据公司的商业模式，挖掘出核心的业务数据，据此作为营业收入的驱动因素拆分营业收入。如朱时雨所说：“把一个公司的收入公式拆解来看，往往是几个指标的相乘或相加。一个公司收入的增长驱动因素，往往在一段时间里依靠一到两个指标，其他指标则大部分时候处于睡眠和休养生息的状态。不过，在这些活跃指标显出疲态时，就需要激活其他指标，来担任增长的接力棒。”

正如地球人都知道的，收入=价×量，如果说企业有多种业务A、B等，那么就可以进一步地分解为：

营业收入=A业务收入+B业务收入=A价×A量+B价×B量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过简单的数学运算，笔者可以得到一个营业收入增速的拆分公式：

营业收入增速=价的增速+量的增速

当然，上面的拆分还只是一个很初步的拆分，随着对企业所在行业的深入理解，对企业商业模式的深入理解，价和量都还能进一步地拆出其他细分维度。

二、生产商和渠道商的不同拆分套路

就产业链上来说，一般企业都会有上中下游，上游原材料、中游采购、下游销售渠道。

如图2-1所示，以这张富士康的苹果手机产业链为例，富士康作为一家中游的生产商，其上游是各个手机元器件供应商，下游是终端设备商苹果。同时，苹果兼具产品设计、品牌专利和渠道，此外苹果的下游还有各个分销渠道商，直到最终的消费者。

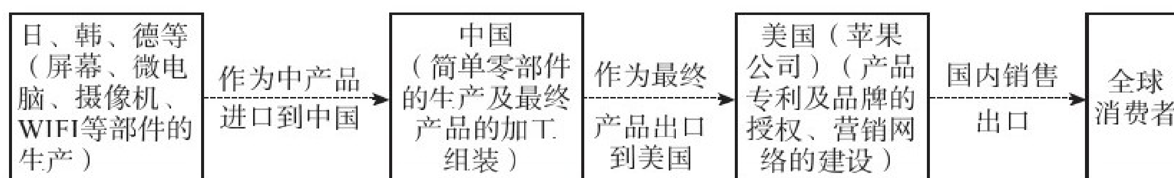


图2-1　苹果手机产业链

对于生产商而言，他们的商业模式是先生产出商品和服务，然后将其尽可能多地卖给消费者。与之相反，对于渠道商来说，则是先通过渠道获取一批消费者，然后将他人的产品和服务尽可能地卖给消费者，并收取一定经销费用。两者的顺序是颠倒的，生产商是先有产品，然后卖给消费者。而渠道商则是先通过渠道圈定一波消费者，然后将产品卖出去，走的是流量变现的模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此，生产商的营业收入拆分就是：

营业收入=销量×销售单价

而渠道商的营业收入拆分则是：

营业收入=流量×流量变现能力

笔者就以伊利、茅台作为生产商的代表，腾讯、京东和永辉超市作为渠道商的代表进行剖析。

三、案例分析

（一）渠道商

对于渠道商来说，有线上渠道和线下渠道两种。线上渠道就是百度、腾讯、京东等搜索、社交和电商平台，而线下平台则是以永辉超市为代表的超市及其他各种零售商。

1.线上平台

作为线上平台的代表，首先我们来看看腾讯。腾讯控股年报里显示其收入分成四块，网游收入、网游以外的其他社交增值服务收入、网络广告收入和其他收入。若是不考虑其他收入，将增值服务收入中的网游收入和社交增值服务收入合并，我们可以看到图2-2的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

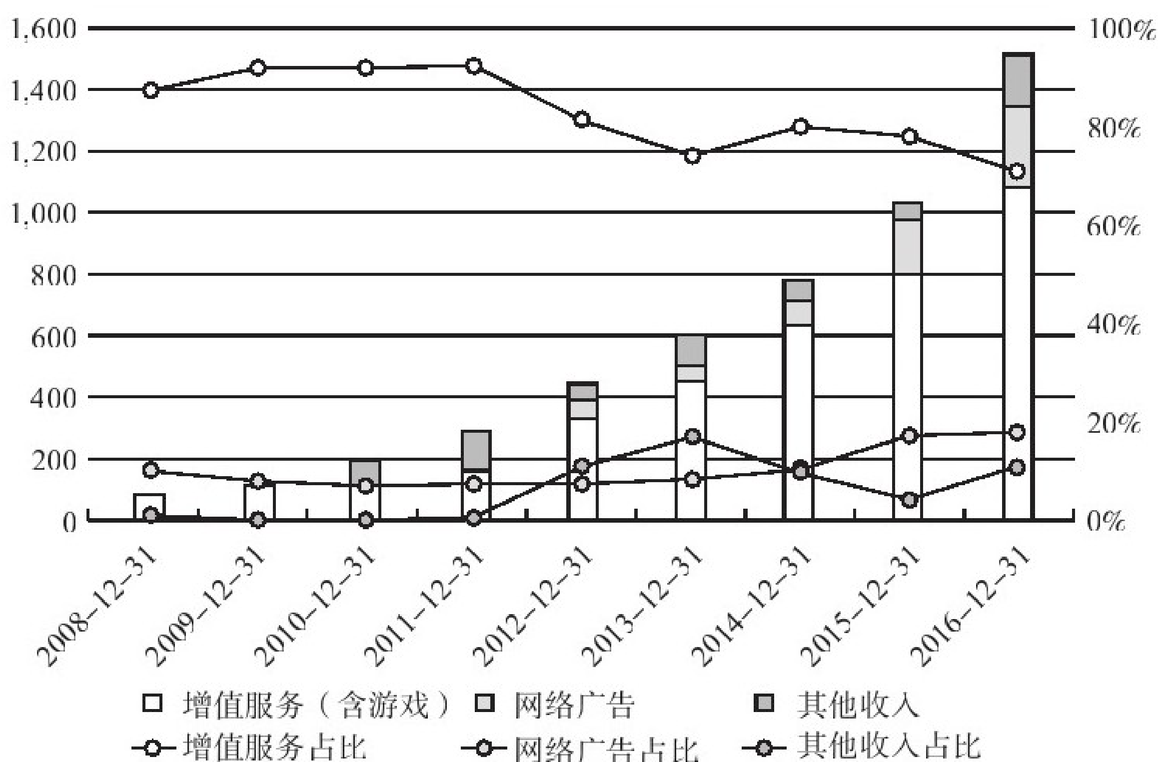


图2-2　腾讯收入拆分（加法）

腾讯营业收入=增值服务收入（含游戏）+网络广告收入+其他收入

我们可以看到，自2011年以来，腾讯的含网游在内的增值服务收入占比呈逐年下降的趋势，而腾讯的网络广告收入占比和以支付业务及云计算在内的其他收入占比呈现的是逐年上涨的趋势。这就说明了腾讯的收入增长驱动动力，正逐渐从游戏转换到广告收入，乃至之后的微信支付为核心的金融服务上。

上面是对腾讯各项业务基于加法的拆分，下面我们试试运用上面基于流量变现逻辑的乘法思路的拆分。如图2-3所示。

对腾讯而言，流量是QQ和微信的月活跃用户MAU上，而它的变现能力则体现在单位月活跃用户的营业收入ARPU上：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

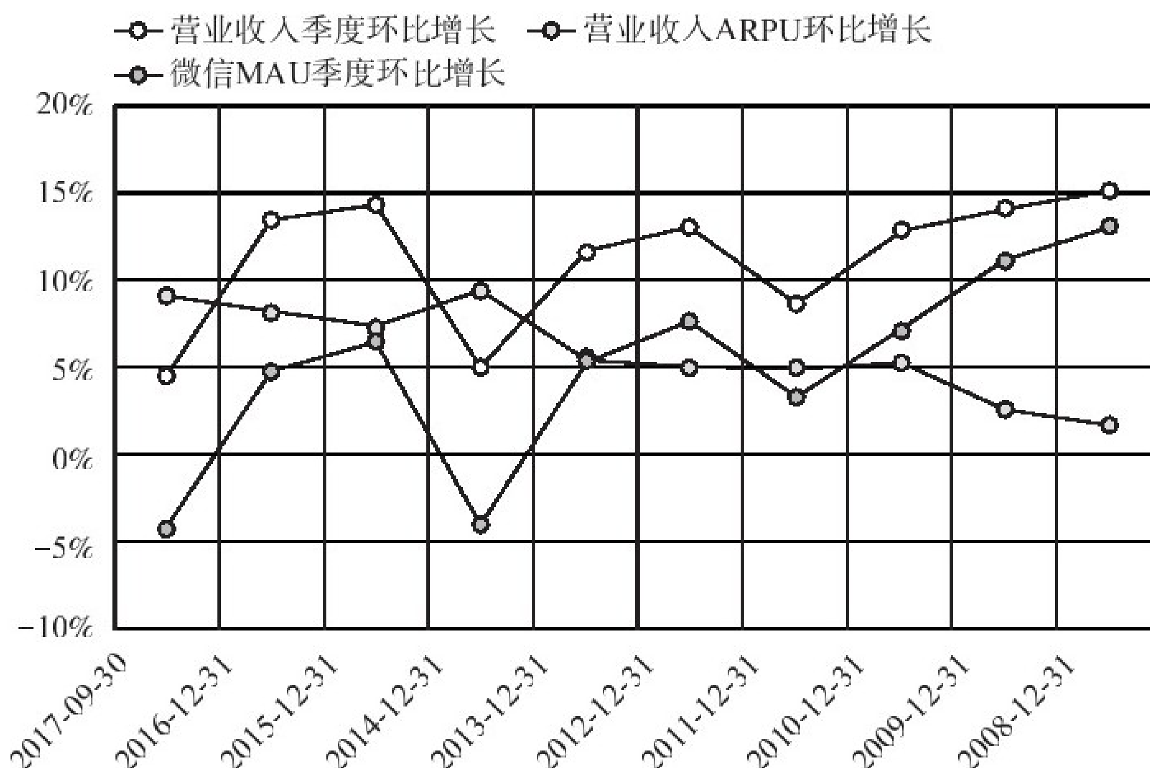


图2-3　基于流量变现逻辑的乘法

腾讯营业收入=微信月活跃用户MAU×单位月活跃用户收入ARPU

腾讯营业收入增速=微信月活跃用户MAU增速+单位月活跃用户收入增速

我们知道随着智能手机普及，中国移动互联网的网民数量增速放缓，微信的MAU也不可避免的增速放缓。自2015年第二季度以来，微信的环比季度新增月活跃用户增速在逐步下降，而腾讯的营业收入环比增速则保持在一定的较高水平，实则是体现在它越来越强的流量变现能力ARPU上。因此腾讯的营业收入增长接力棒，正从流量规模的增长交到变现能力的增长手上。

看完社交平台腾讯之后，我们再来看看电商平台京东。对于它而言，最重要的指标是网站成交金额GMV。GMV是电商平台企业成交类指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

标，包括拍下订单的总金额，包含付款和未付款两部分。说白了，GMV是流水，只要你下了订单，生成订单号，就算GMV。

GMV=销售额+取消订单金额+拒收订单金额+退货订单金额

作为电商平台的京东，让商家们在自家的平台上交易，然后京东在这成交额上抽取一部分广告中介费或者交易佣金等作为自家的收入。当然京东还有自营部分，自营部分的收入就都算自己的了。在这里，GMV就算是京东的流量，而流量变现能力则是单位GMV带给京东的收入，也就是货币化率。如图2-4所示。

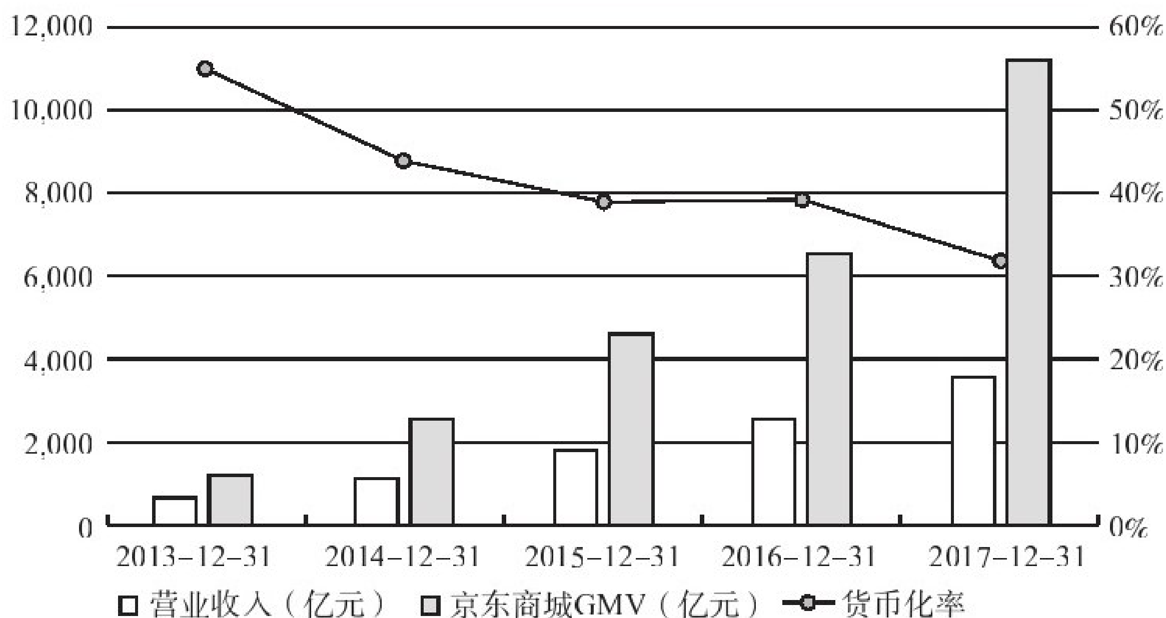


图2-4　京东营业收入拆解

在这里，京东营业收入=GMV×货币化率。我可以看到，自2013年以来，京东的流量GMV一直都有爆发性的增长，从2013年的1255亿元增长到2017年的11248亿元，4年增长了近十倍。而京东的营业收入在GMV的带动下也从2013年的693亿元增长到2017年的3623亿元，4年增长了五倍有余。如图2-5所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

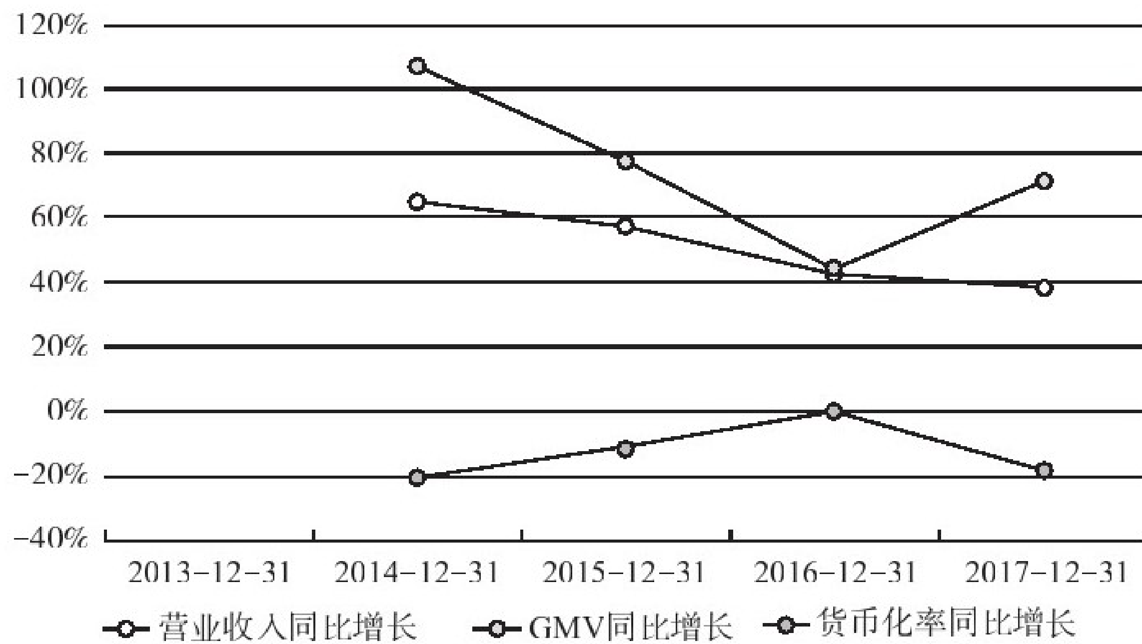


图2-5　京东营业收入增速拆解

我们对京东的营业收入进行拆分的话，可以近似的有如下公式：

京东营业收入增速=GMV增速+货币化率增速

可以看到，京东的GMV增速可以说非常快速。2014年至2017年，京东GMV的平均同比增速有70%～80%。同时，京东的货币化率增速一直在下降，2014至2017年平均下来是约为-10%，因此京东的营业收入增速较它的GMV低，但是也有50%左右的样子。这么看来，可以判断京东的营业收入增长显然是被GMV作为火车头，拖着一路向前狂奔。

2.线下平台

说完线上平台腾讯和京东，我们来说线下平台永辉超市。作为一个线下的超市，永辉超市的流量显然和它开的门店及门店的面积有关。门店越多，客流越多这个是常识。所以我们可以看到图2-4所示，伴随着永辉门店数量从2010年的156家增长到2016年的487家，永辉的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营业收入也从2010年的123亿元增长到2016年的492亿元。两者的增长幅度都是6年近4倍。如图2-6所示。

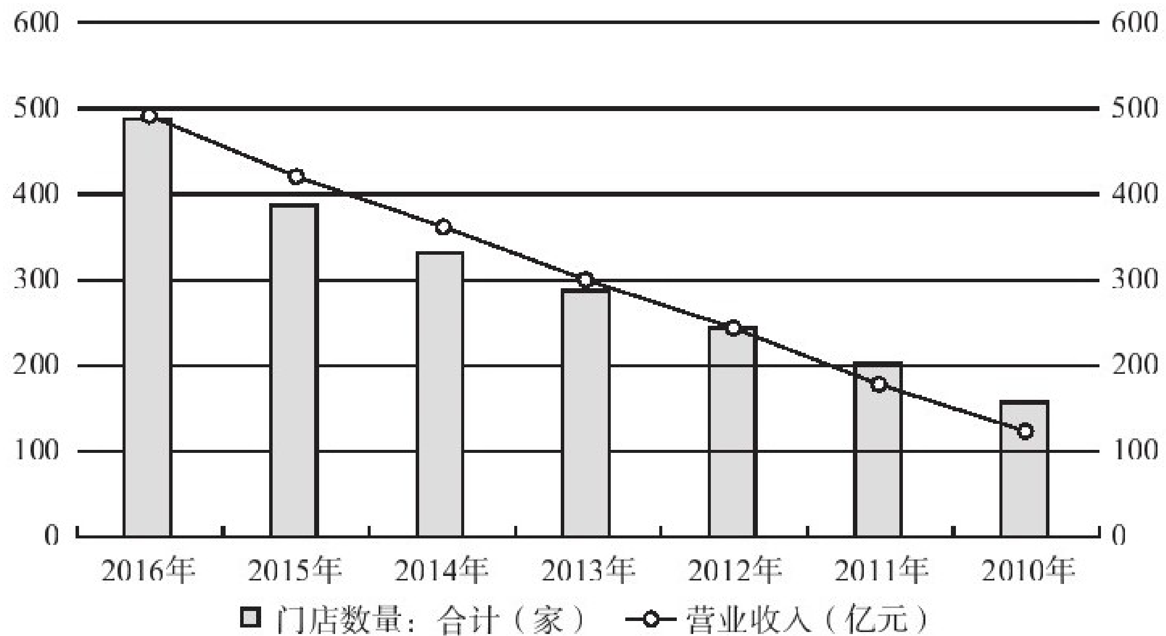


图2-6　永辉超市门店数与营业收入

永辉的收入拆解公式为：营业收入=门店面积×坪效

坪效是计算商场经营效益的指标，指的是每坪的面积可以产出多少营业额。如图2-7所示，与之相对应的则有永辉的收入增速可以近似地拆为：

营业收入增速=门店面积增速+坪效增速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

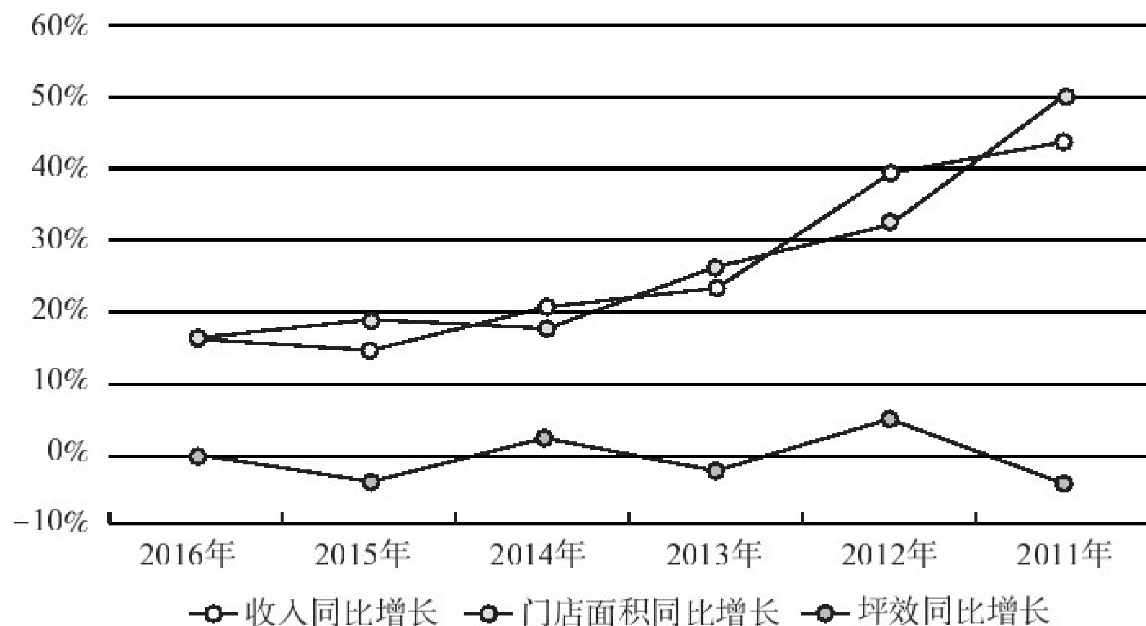


图2-7 永辉超市收入增速分解图

我们可以看到，永辉的营业收入增长几乎完全是流量指标门店面积增长的贡献，而效率指标坪效的话则一直在0%上下徘徊。

（二）生产商

说完经销商，我们再来说说生产商。比起经销商，生产商的商业模式更接近我们的认知：在保持库存水平一定的条件下，只要公司能生产出来产品，生产出来的产品都能卖出去，那么营业收入就是一个和产量挂钩的指标了。这个背后是生产商要有强大的销售能力，能跨过马克思说的“惊险的一跃”。

营业收入=销量×单位销量收入=产量×产销率×单位销量收入

其中，产量取决于企业的产能水平，产销率取决于企业销售能力。

若满足，销量=产量，营业收入=销量×单位销量收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业的发展瓶颈主要取决于产能的问题。当然，其他情况下如果产销率过低，也可能是企业产品滞销，销售能力约束了企业增长。

首先，我们看看伊利股份。可以看到伊利股份的主要业务收入来源是液体乳，在2016年606.09亿元的营业收入里面高达495亿元。如图2-8所示。

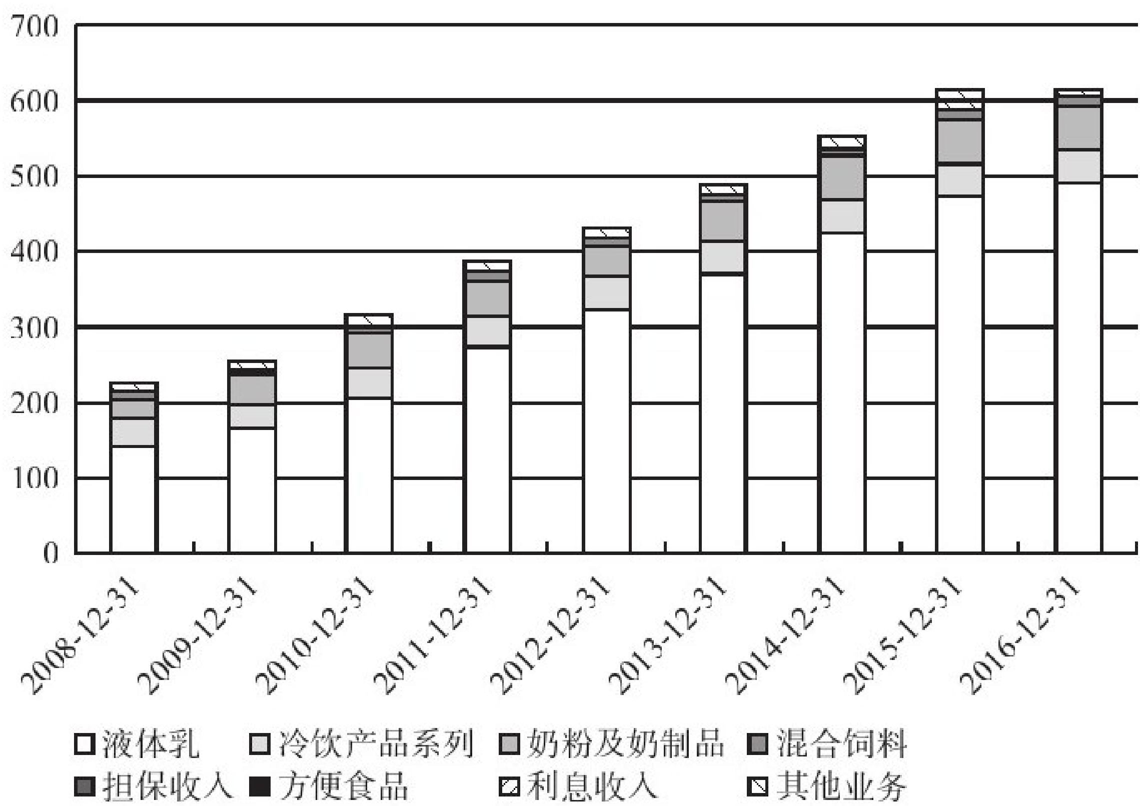


图2-8 伊利股份营业收入拆解（加法）

而伊利股份的液体乳产销情况如何呢？如图2-9所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

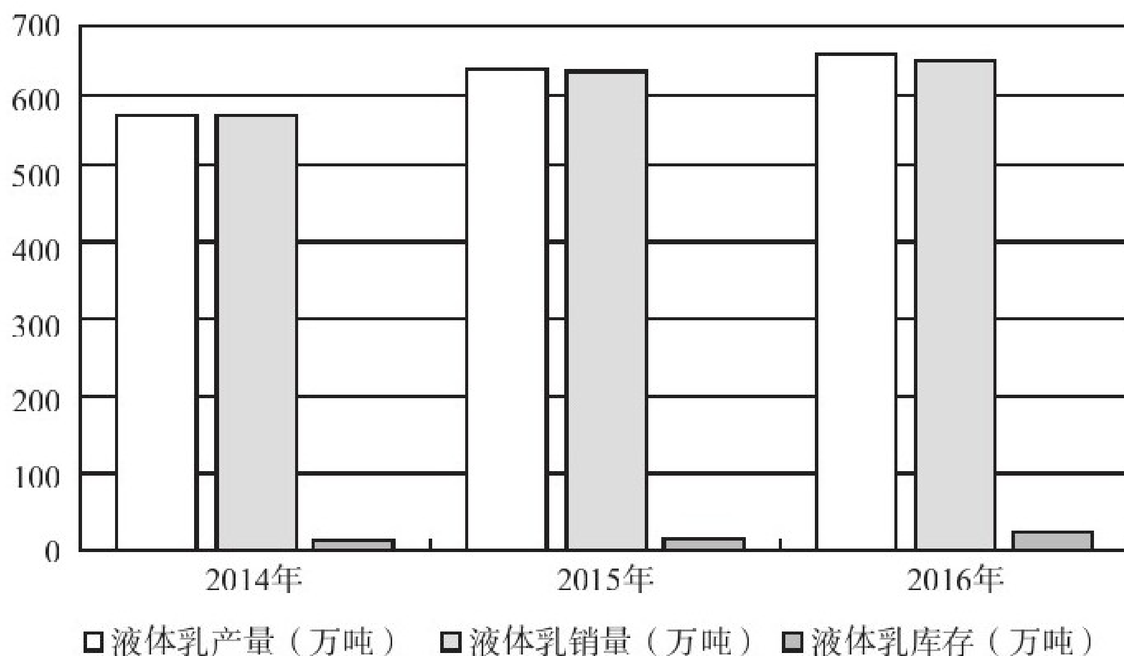


图2-9　伊利股份液体乳产销情况

可以看到，伊利股份的液体乳一直维持着一个低库存的水平，产量和销量基本维持着一个1:1的水平，满足了我们的假设条件。如图2-10所示。

伊利股份的液体乳营业收入可以进行如下拆分：

液体乳营业收入=液体乳产量×单位液体乳产量收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

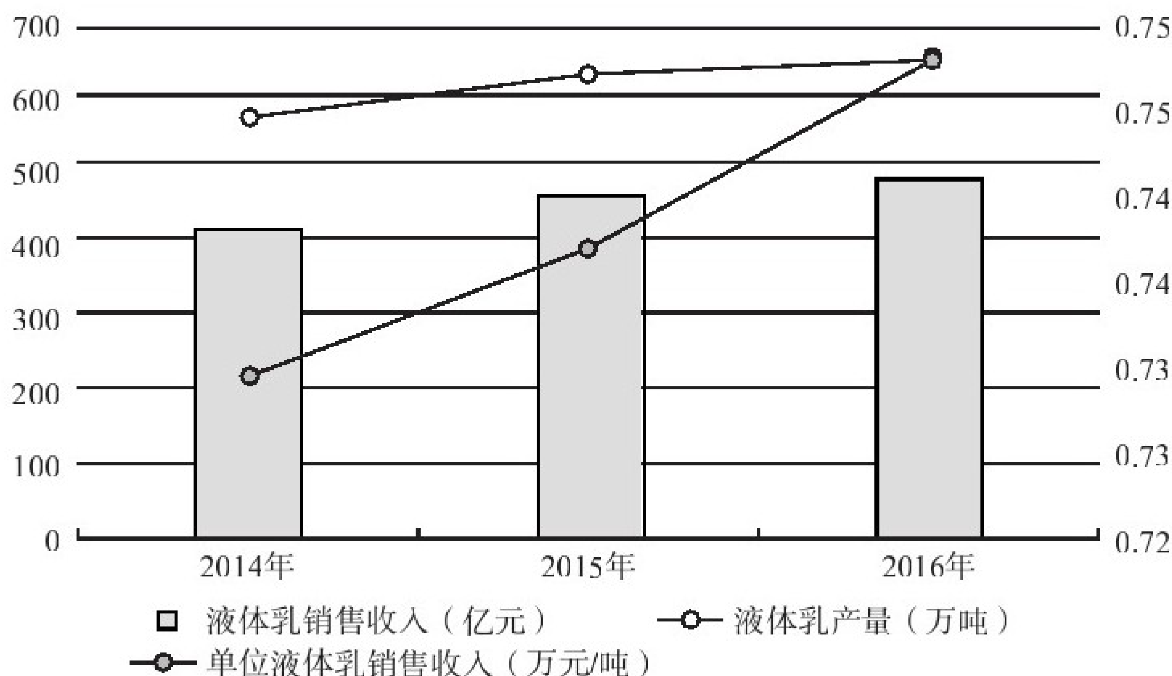


图2-10　伊利股份液体乳收入拆解（乘法）

可以看到，伊利股份的营业收入受液体乳的产量和价格双轮驱动，液体乳收入从2014年的424.06亿成长到了2016年的495.22亿，但是最主要的是销量的增长。

与伊利牛奶同样不愁卖的，还有贵州茅台。

如图2-11所示，茅台酒的产销量基本也是维持着一个1:1的情况，不愁卖。满足了笔者的产销一致的前提条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

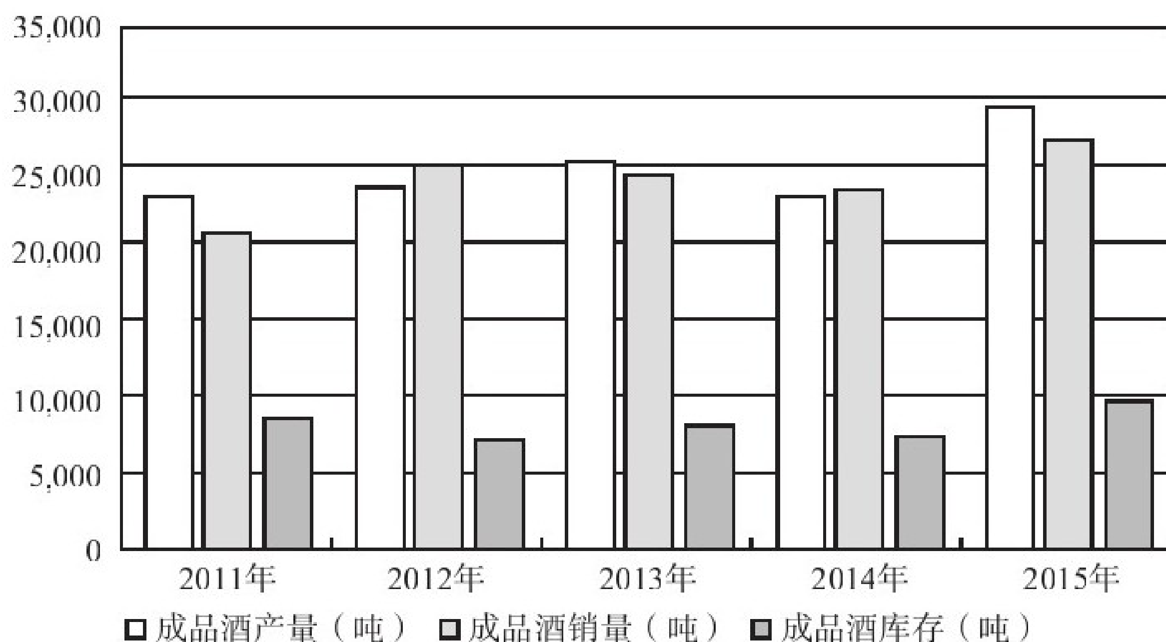


图2-11　茅台产销情况

营业收入=成品酒产量×单位产量成品酒销售收入

如图2-12所示，可以看到贵州茅台的营业收入自2011年至2015年维持了一定的增长，从2011年184.02亿元增长到2015年的334.47亿元。而这之中，不同年份茅台酒的价和量分别接过了接力棒维持着茅台的营业收入增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

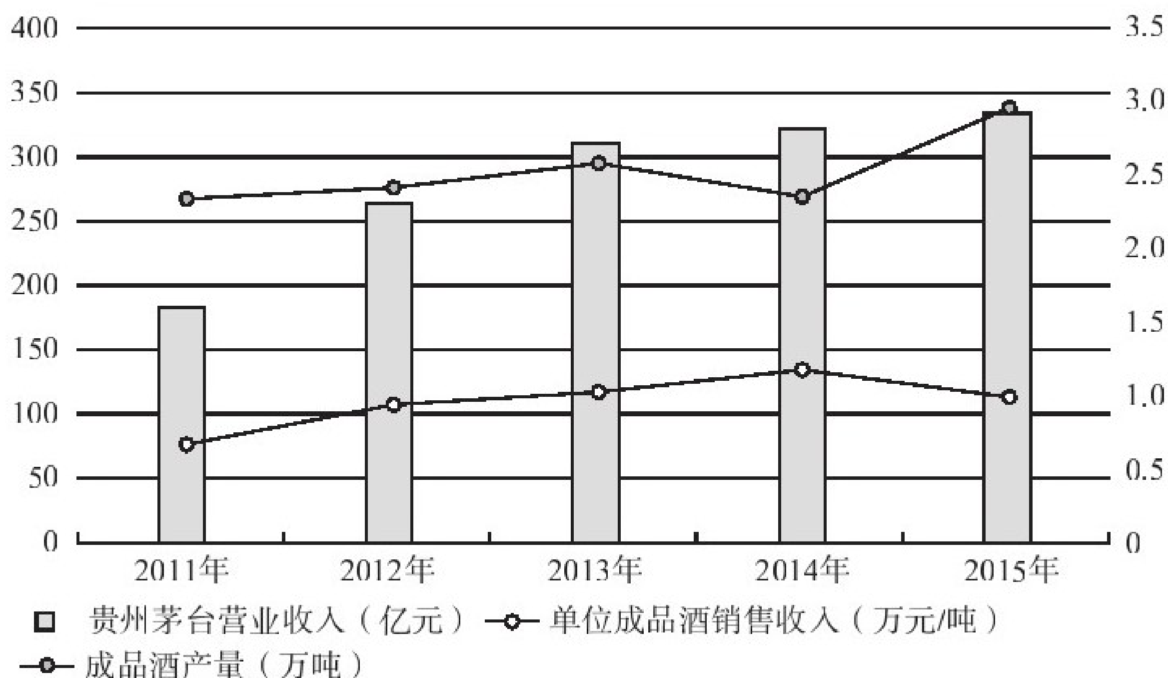


图2-12　茅台营业收入拆解

茅台营业收入增速=成品酒产量增速+单位成品酒销售收入增速

如图2-13所示，2012年和2013年茅台销售收入受价量两方面的双轮驱动增长。2014年靠的单位成品酒价增速，而2015年则靠的单位成品酒产量撑着营业收入增速增长。2014年和2015年，增长的接力棒分别交到了价和量的手上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

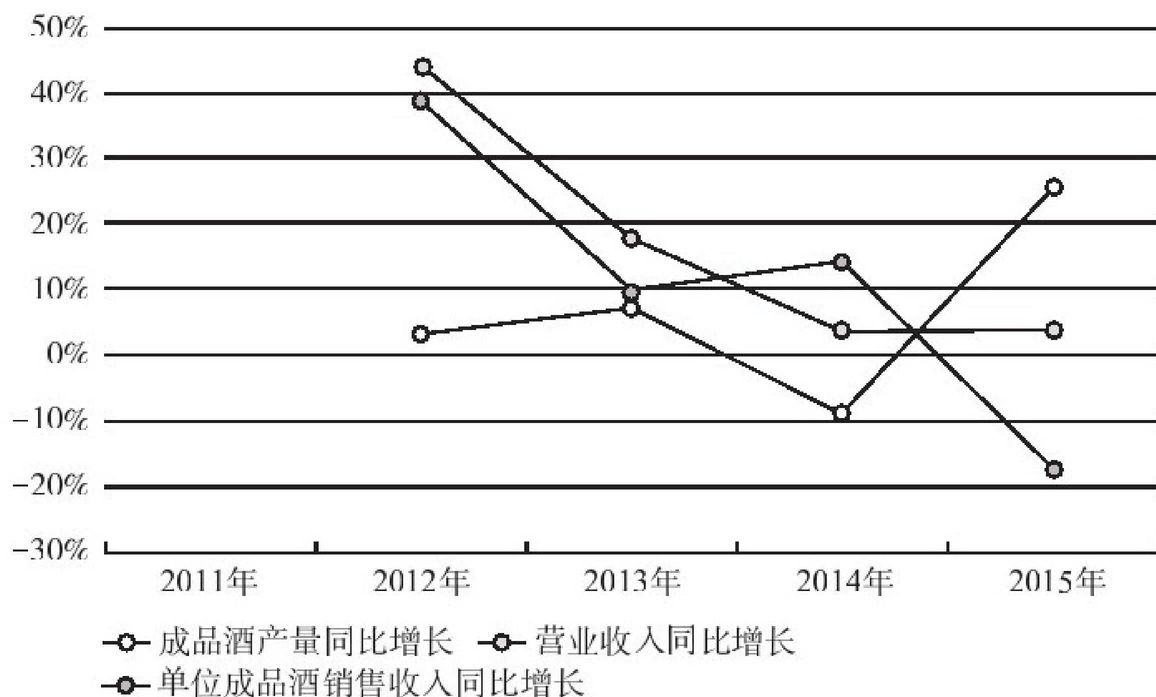


图2-13 茅台营业收入增速拆解

大家看到这里也就知道了，结合核心业务数据，以及分项营业收入，可以发现一家企业的商业模式及它的成长动力，也就是所谓的增长的接力棒。各位对公司营业收入进行分析时，可以通过这种方法对营业收入进行拆解，找到公司营业收入增长的奥秘。

（该篇文章来自初善投资团队成员刘沛鸿）

第二节 东阿阿胶，提价之王的增长极限

众所周知，东阿阿胶是A股的提价之王之一，在公司公告区搜索价格调整，2010年至今多达18条提价公告，几乎每年提价两次，多则提价50%，少则提价10%左右，这种提价能力可以说是A股的提价之王了。如图2-14所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

东阿阿胶[000423.SZ] - 公司公告

公告日期	标题
2017-11-20	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告
2016-11-18	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告
2015-11-17	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告
2015-04-10	东阿阿胶:关于桃花姬阿胶糕产品价格调整的公告
2014-09-13	东阿阿胶:关于阿胶产品价格调整的公告
2014-08-16	东阿阿胶:关于复方阿胶浆产品价格调整的公告
2014-01-15	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告
2013-07-13	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告
2012-01-05	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告
2012-01-05	东阿阿胶:产品价格调整
2011-01-06	东阿阿胶:产品出厂价格调整
2011-01-06	东阿阿胶:关于产品出厂价格调整的公告
2010-10-12	东阿阿胶:关于产品出厂价格调整的公告
2010-10-12	东阿阿胶:产品出厂价格调整
2010-05-26	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告
2010-05-26	东阿阿胶:产品价格调整
2010-02-01	东阿阿胶:产品价格调整
2010-02-01	东阿阿胶:关于产品价格调整的公告

图2-14　东阿阿胶公告

笔者查到某券商总结的东阿阿胶出厂价格走势，从2008年的300元左右增长至2016年的3000元，这跟很多人说从2008年到2017年东阿阿胶出厂价增长了10倍一致，年复合增长率高达26%。如图2-15所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

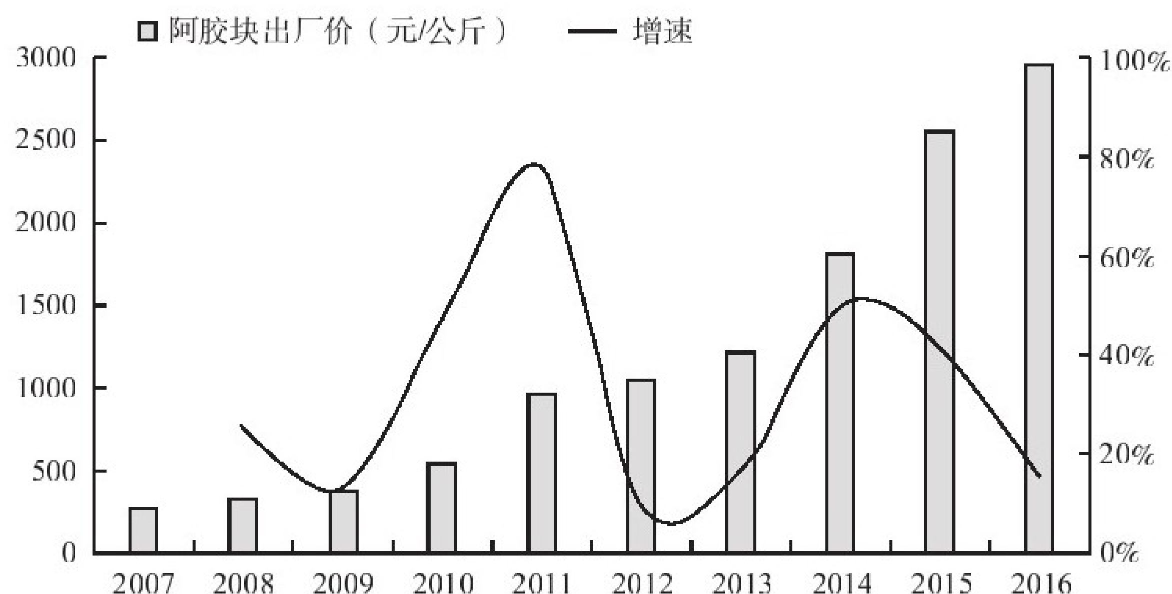


图2-15　东阿阿胶出厂价格走势

再来看东阿阿胶营业收入和增长率，也是良好的，从2008年的10.51亿元增长至2017年的62.89亿元，增长了5倍，复合增长率高达20%。可是，东阿阿胶从2008年至2017提价了10倍，但是收入只增长了5倍？如图2-16所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

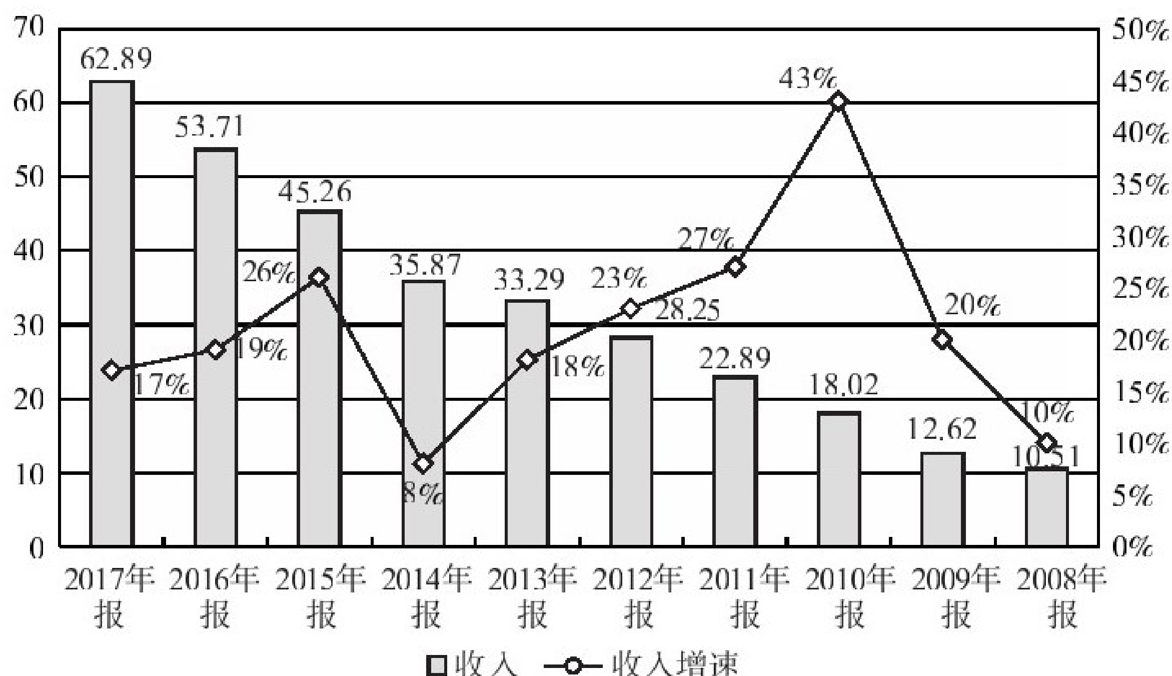


图2-16　东阿阿胶营业收入和增长率

营业收入增速=价的增速+量的增速，如果价的增速超过营业收入的增速，那么说明量是在减少的。即东阿阿胶2017年卖出去的阿胶产品比2008年东阿阿胶卖出去的阿胶产品还少。

那么问题来了：驱动收入增长的主要力量是价格的增长，哪里会是价格的天花板？价格不可能一直提下去，销量什么时候可以成为推动收入增长的成长动力呢？即价格弹性和替代品的认知将影响你对东阿阿胶股价的看法。

如果笔者看毛利率，2008年至2017年，毛利率提升了约10%。笔者计算一下，假设2008年产品售价100元，那么65%的毛利率意味着成本为35元。那么到了2017年，售价增长10倍，为1000元，那么74%的毛利率意味着成本为260元。也就是说，十年间，阿胶类产品的成本增长了7.4倍。如图2-17所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

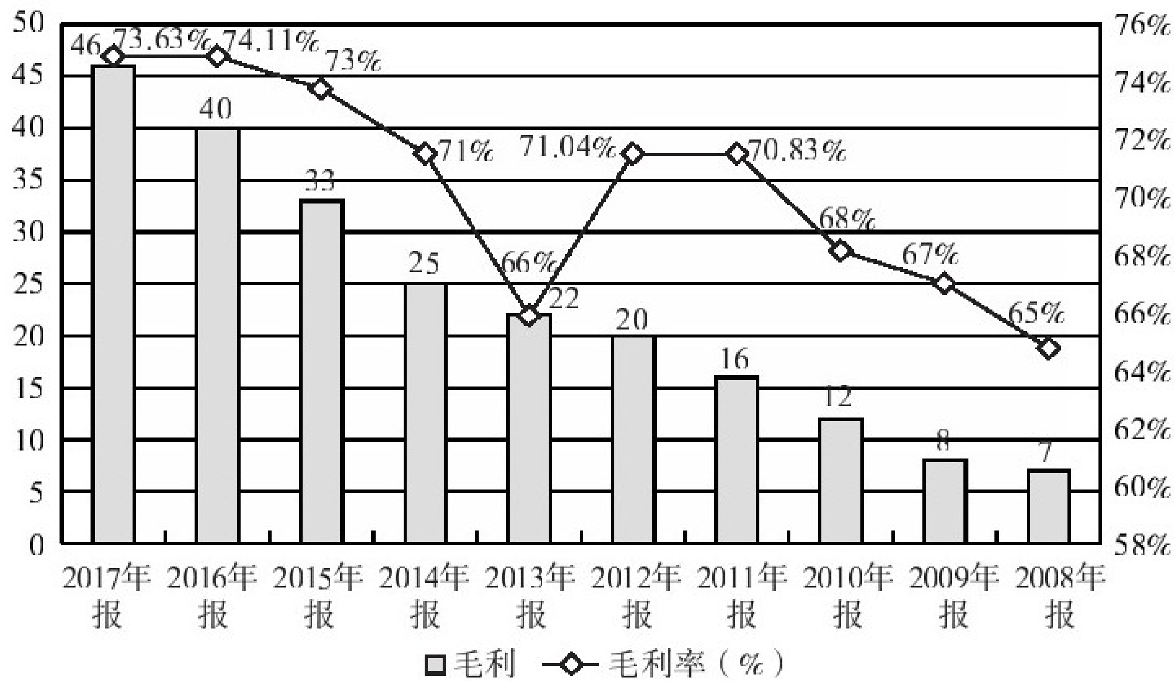


图2-17　东阿阿胶毛利率

也就是说，伴随着提价，阿胶产品的售价增长了10倍，毛利增长了7倍多，成本也增长了7倍多。这就是2008年至今东阿阿胶的策略，提高终端售价，使得养驴也变成一项有钱赚的生意。阿胶本身是收益的，但最受益的还是养驴。

东阿阿胶很早就布局养驴业务，区域是山东、内蒙古和辽宁。但是公司披露的数据只有山东东阿黑毛驴牧业科技有限公司的财务数据。如表2-1所示，2017年营业收入高达6.59亿元，但是净利润只有67万元，净利率只有0.1%。

表2-1　山东东阿黑毛驴牧业科技有限公司的财务数据

年份	营业收入	净利润	净利率
2017 年	65,862.57	66.58	0.10%
2016 年	22,472.54	67.88	0.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三节 涪陵榨菜，利润增长好姿势

涪陵榨菜的2017年年报显示，公司2017年实现营业收入15.20亿元，增长35.64%，实现归母净利润4.14亿元，同比增长61%，实现经营活动现金流量净额5.23亿元，同比增长30%，净现比（经营活动现金流量净额/净利润）为1.26，数据表现十分优异。如表2-2所示。

表2-2 涪陵榨菜的2017年年报

	2017 年	2016 年	本年比上年增减	2015 年
营业收入（元）	1,520,238,658.64	1,120,805,953.02	35.64%	930,658,889.10
归属于上市公司股东的净利润（元）	414,142,244.09	257,228,870.02	64.00%	157,369,576.68
归属与上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	393,341,767.14	231,587,285.00	69.85%	149,244,512.49
经营活动产生的现金流量净额（元）	522,782,708.32	420,829,732.21	29.78%	244,643,728.72
基本每股收益（元/股）	0.52	0.33	57.58%	0.20
稀释每股收益（元/股）	0.52	0.33	57.58%	0.20
加权平均净资产收益率	23.76%	17.56%	6.20%	12.85%

笔者将从以下几个角度分析涪陵榨菜的2017年的年报：

一、量价齐升的增长才是真正的增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）笔者看涪陵榨菜的营业收入，由2012年的7.13亿元增长至2017年的15.20亿元，复合增长率为13%。除了2012年和2015年收入增速低于5%，尤其是近三年，收入增速明显提升。如图2-18所示。

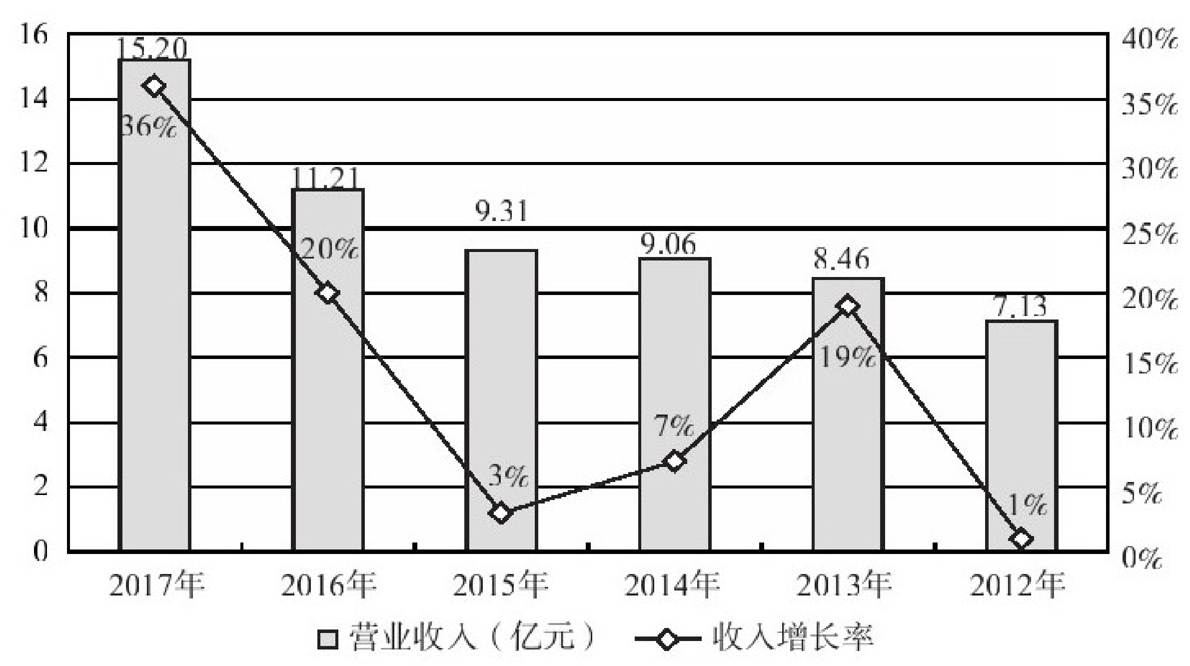


图2-18　涪陵榨菜的营业收入

（2）笔者从量价的角度分析公司收入增长的驱动因素，销量从2012年的8.78万吨增长至2017年的13.05万吨，年复合增长率为7%。近三年成加速增长态势。如图2-19所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

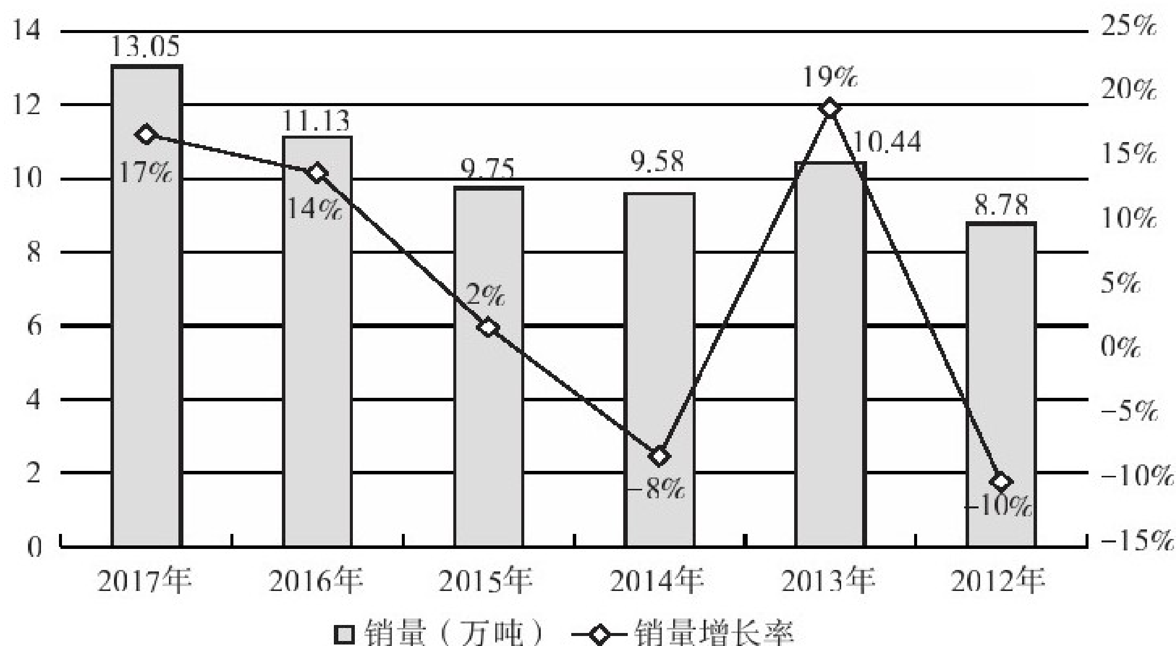


图2-19　收入增长的驱动因素

（3）笔者看单价，涪陵榨菜从2008年雪灾导致原材料减产之后，当年提价23%，2009年、2010年再分别上调10%和8%。2016年7月，因原料和劳动力涨价单品提高8%～12%。2017年2月15日，涪陵榨菜发布涨价公告，宣布主力9个单品提价15%～17%。跟图2-20计算的单价变动基本相符，符合增长率为6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

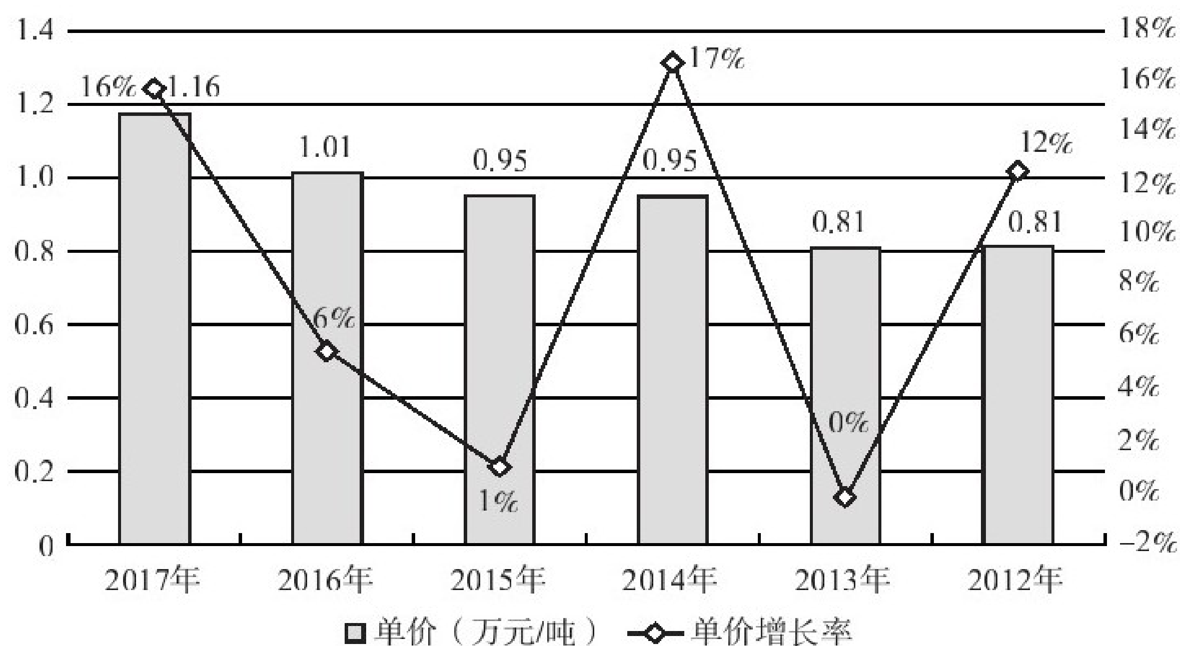
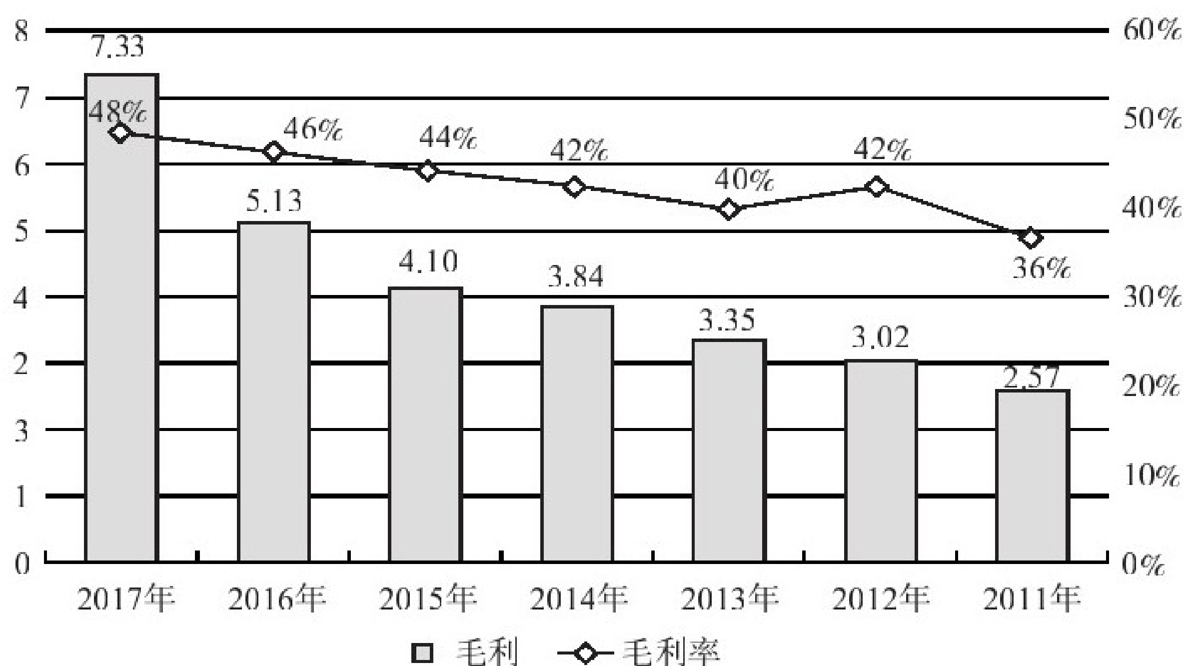


图2-20　涪陵榨菜单价

（4）看提价是否反映在毛利率上，让笔者惊喜的是涪陵榨菜的毛利率几乎也是逐年提高的。由2011年的36%增长至2017年的48%，毛利也是爆发式增长，难怪公司的净利润会如此高。如图2-21所示。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图2-21　涪陵榨菜的毛利率

二、预收账款比和存货周转率，渠道逐渐强势

笔者看涪陵榨菜的数据，基本上预收账款与存货周转率是同向变动的，意味着预收账款越多，渠道越强势，产品越供不应求，存货自然周转得快，而近三年就是产品逐渐供不应求的时点。如图2-22所示。

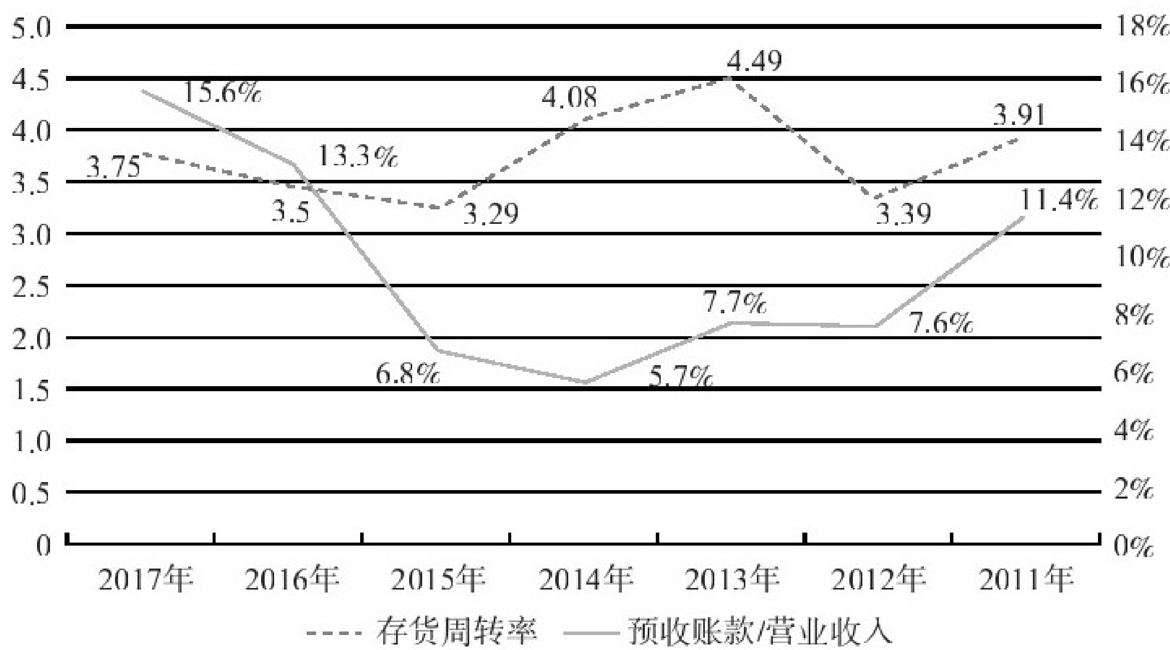


图2-22　涪陵榨菜预收账款与存货周转率

再看看预收账款，可以说这两年预收账款是快速增长的。如图2-23所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

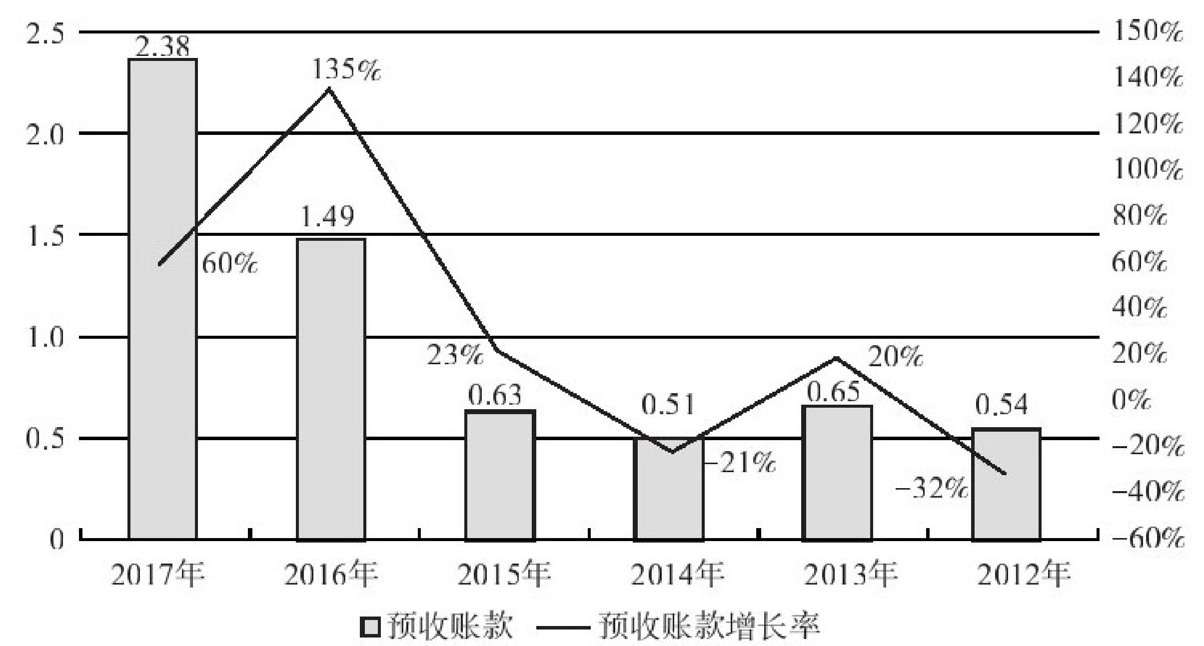


图2-23　涪陵榨菜预收账款

结论：从预收账款、量价关系等可以看出18年涪陵榨菜维持高增长几乎没有问题，关键看持续性。

第四节 汤臣倍健，利润反转在路上

汤臣倍健的2017年年报显示，公司实现营业收入311，079.54万元，较上年同期增长34.72%；归属于上市公司股东的净利润76，625.56万元，较上年同期增长43.17%。经营活动现金流量净额高达95，430.90万元，较2016年增长39.39%，净现比大于1。如表2-3所示。

表2-3　汤臣倍健的2017年年报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017 年	2016 年	本年比上年增减	2015 年
营业收入（元）	3,110,795,387.73	2309,112,366.04	34.72%	2,266,043,013.70
归属于上市公司股东的净利润（元）	766,255,562.79	535,211,834.09	43.17%	635,496,096.73
归属与上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	644,028,328.29	475,829,433.46	35.35%	609,206,905.81
经营活动产生的现金流量净额（元）	954,308,997.11	684,648,483.86	39.39%	634,893,057.19
基本每股收益（元/股）	0.52	0.37	40.54%	0.44
稀释每股收益（元/股）	0.52	0.37	40.54%	0.44
加权平均净资产收益率	15.80%	11.76%	4.04%	15.69%
	2017 年年末	2016 年年末	本年末比上年末增减	2015 年年末
资产总额（元）	6,113,609,642.75	5,328,358,061.19	14.74%	4,905,409,684.72
归属于上述公司股东的净资产（元）	5,100,825,081.79	4,680,019,062.48	8.99%	4,562,015,300.34

一、营业收入季度同比

从营业收入季度同比看，从2017年2季度开始，营业收入恢复20%以上增长，且维持了三个季度，单季度收入均超过7亿元，可以说从2016年年个位数增长中脱离出来。如图2-24所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

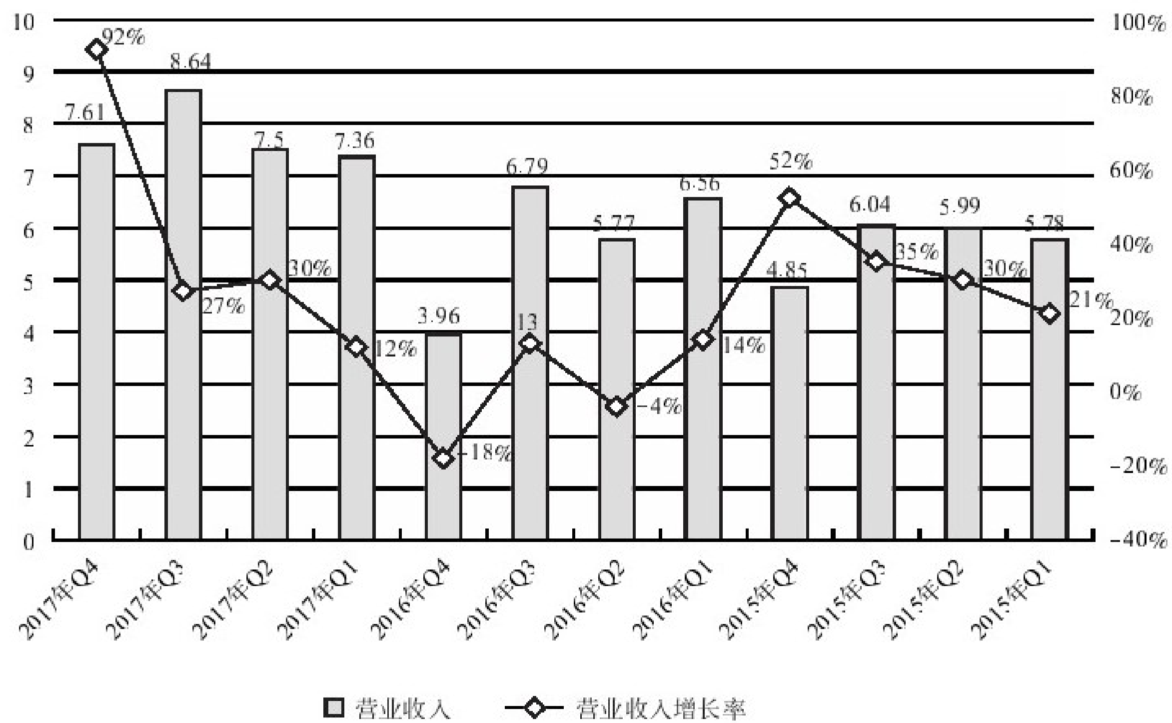


图2-24　汤臣倍健营业收入季度同比

从季度毛利率来看，2017年在收入恢复增长的同时，毛利率居然维持在高位，这一点说明，营业收入的增长是质量很高的增长。如图2-25所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

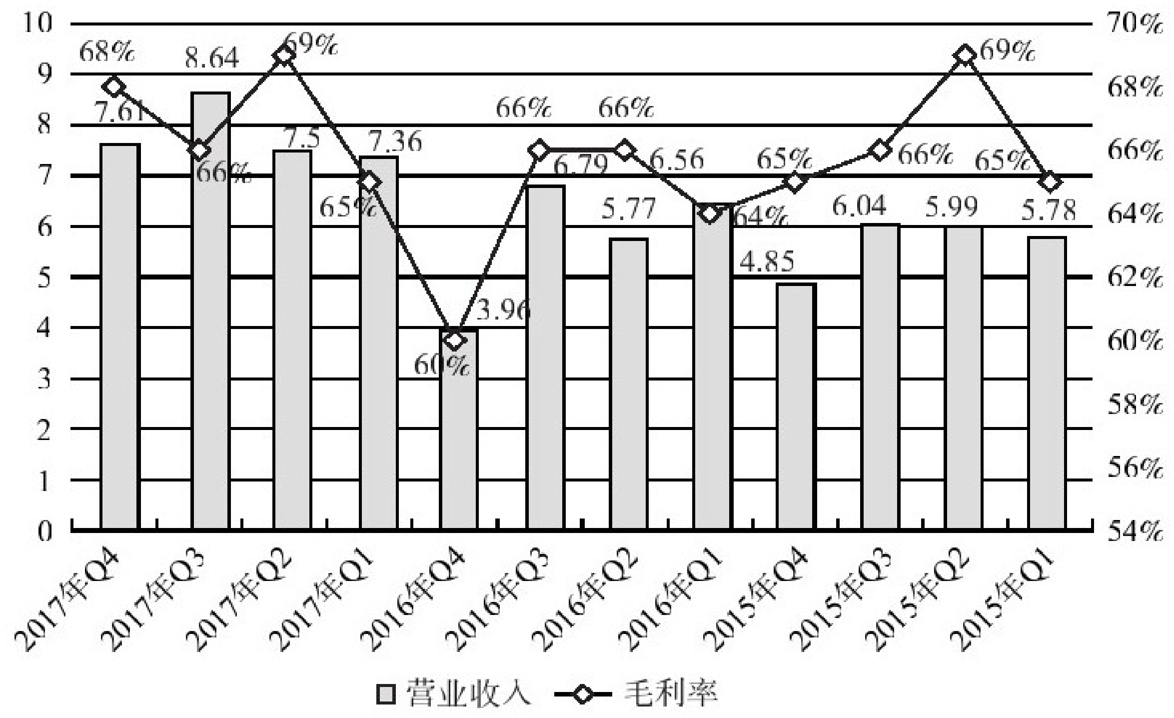


图2-25 汤臣倍健季度毛利率

二、收入增长驱动分析

汤臣倍健的收入构成主要是片剂、胶囊、粉剂及其他。公司从2012年的11亿元增长到2017年31亿元，五年约三倍。但是贡献最大的是片剂。如图2-26所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

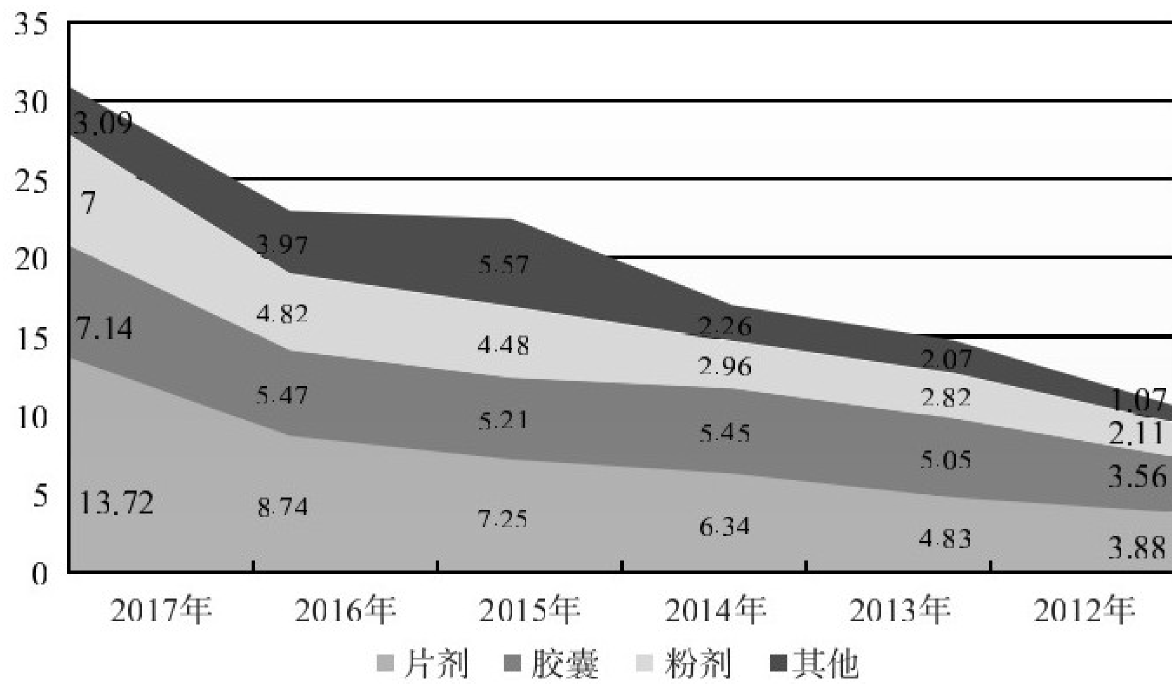


图2-26 汤臣倍健的收入构成

公司披露了2013年至今的销量，笔者可以看到主要产品片剂、粉剂和胶囊近四年都是逐步增长的，尤其是片剂和粉剂，2017年增长明显加快。如图2-27所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

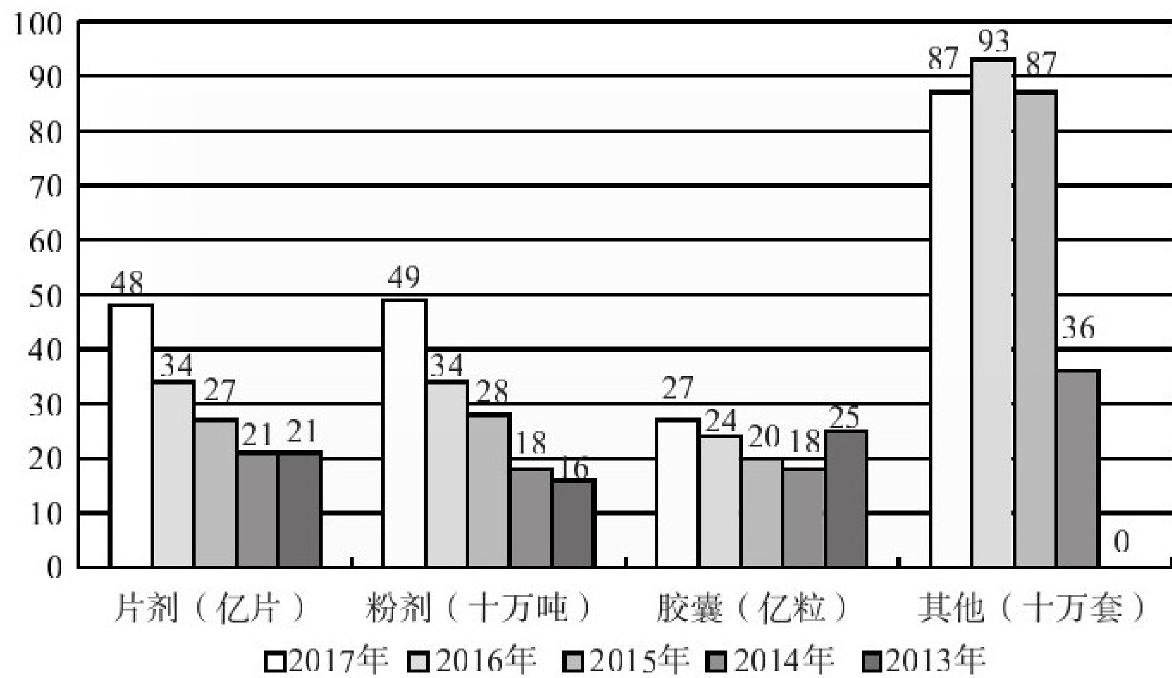


图2-27　汤臣倍健的销量

2017年销量明显增长的片剂和粉剂价格均是大涨的，虽然幅度不大。但是胶囊和其他的价格是下降的，而且下跌幅度维持了几年。如图2-28所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

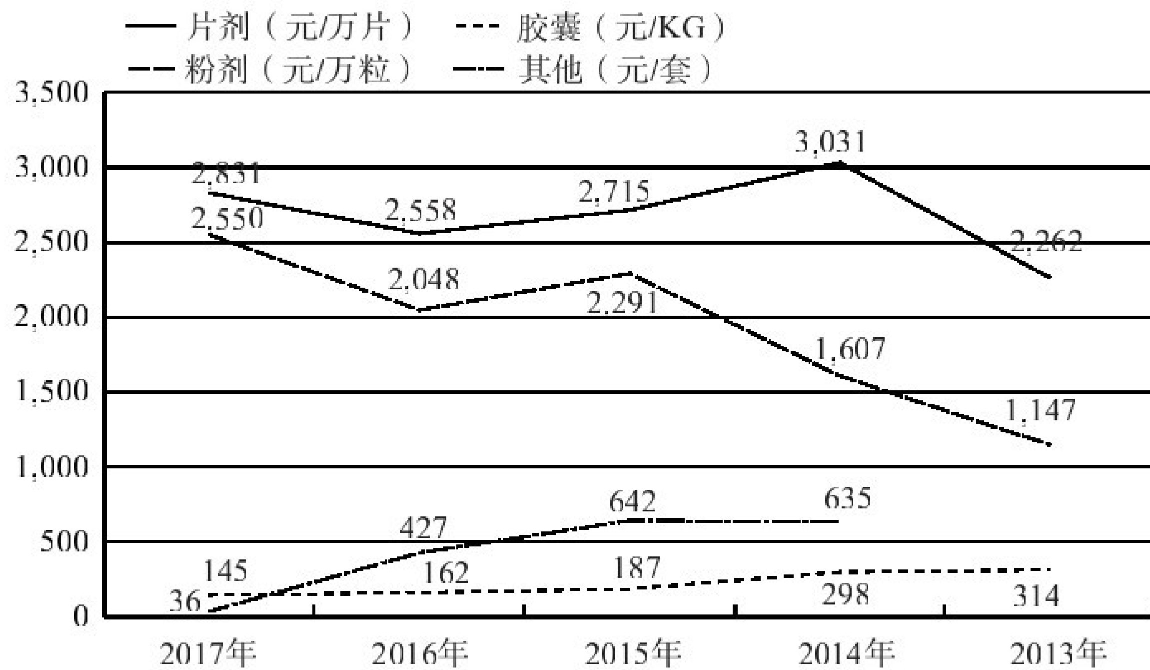


图2-28　汤臣倍健的价格

结论：片剂和粉剂的量价齐升是公司2017年收入和利润高速增长的原因。

三、其他问题

作为一家制造业，其实还有必要看一下资产负债表简要分析、存货周转率、上下游议价能力及现金流量的质量问题。

公司资产负债表并没有特别的事项，不过可供出售金融资产高达7.57亿元，主要是投资的产业基金等，如表2-4所示，跟公司现金流好却没有更好的项目投资有关。应收应付金额均较小，而且应付账款大于应收账款，也体现公司议价能力强，是现金流好的佐证。

公司存货周转相对稳定，由于2016年收入增长乏力，可以推断2016年存在去库存压力，可是很明显，2017年已经结束。现金流方面就不分析了，好的方面别人说的太多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，作为一家ToC的保健品公司，提高产品竞争力和品牌美誉度，加强公司护城河才是王道。不然财务报表反映的事情太滞后了。

表2-4 公司资产负债表

被投资单位	账面余额			减值准备			在投资单位持股比例	现金红利
	2016－12－31	增减变动	2017－12－31	2016－12－31	增减变动	2017－12－31		
深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份现公司	20,000,000.00		20,000,000.00				2.6756%	
安徽携泰健康产业股份有限公司	880,616.00		880,616.00				4.98%	
广州广发信德一期健康产业投资企业（有限合伙）	60,000,000.00	－8,869,912.45	51,130,087.55				19.87%	5,727,789.54
深圳市有棵树科技股份有限公司	160,000,000.00		160,000,000.00				8.6498%	
北京极简时代软件科技有限公司	40,000,000.00		40,000,000.00		20,000,000.00	20,000,000.00	9.50%	
珠海市蓝海之略医疗股份有限公司	26,000,000.00		26,000,000.00				1.6432%	
KangSeed Technology Ltd	69,370,000.00	－4,028,000.00	65,342,000.00		32,671,000.00	32,671,000.00	4.52%	
深圳市达晨创坤股权投资企业（有限合伙）	100,000,000.00		100,000,000.00				6.5034%	
珠海市广发信德国际生命科学股权投资基金(有限合伙)	180,000,000.00		180,000,000.00				37.11%	
信美人寿相互保险社	50,000,000.00		50,000,000.00				5.00%	
BRC INNOVATION LP		22,869,700.00	22,869,700.00				16.67%	
合计	706,250,616.00	9,971,787.55	716,222,403.55		52,671,000.00	52,671,000.00		5,727,789.54

第五节 安琪酵母，小酵母，大市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

安琪酵母的2017年年报显示，公司实现营业收入57.76亿元，同比增长18.83%；实现归属于母公司所有者净利润8.47亿元，同比增长58.33%；净资产收益率ROE为24.02%，同比增长7.55%，展现给笔者的是一份瞩目的成绩单。

一、经营总体情况

2013-2017年公司营业收入、净利润及经营现金流量净额增长，其中营业收入复合增长率16.65%。如图2-29所示。

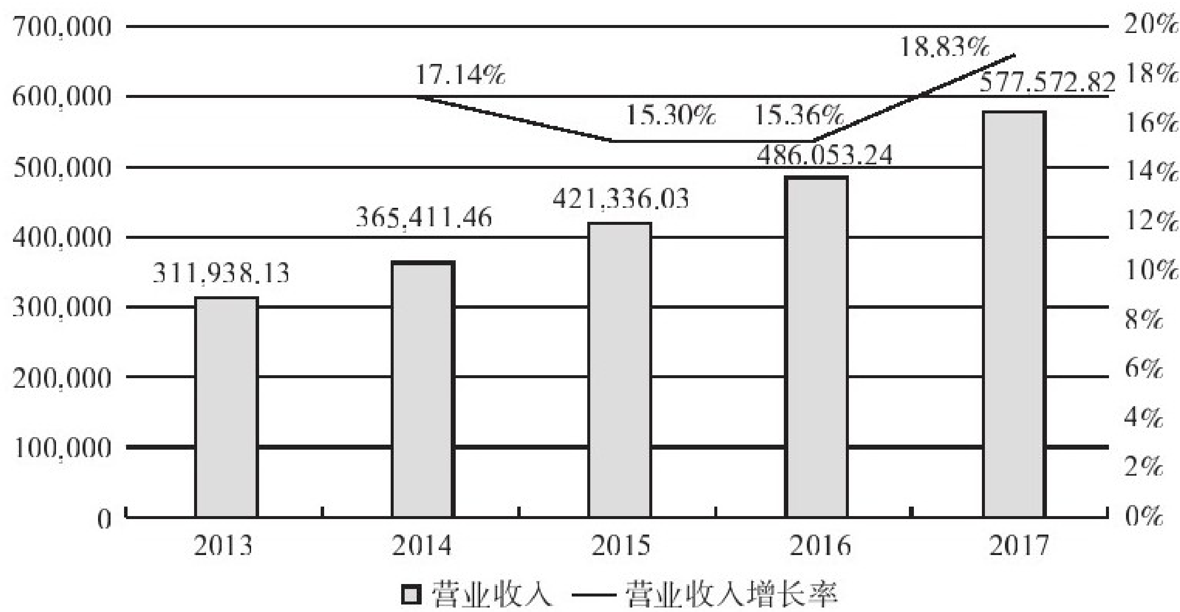


图2-29　营业收入复合增长率

净利润复合增长率48.81%，净利润与经营活动产生的现金流量净额差距逐年缩小，2017年净利润现金含量较高。如图2-30所示。

近五年公司主营业收入分产品如图2-31所示，主要由酵母、制糖、包装、奶制品及其他五项构成。其中，2017年酵母产品营业收入440，764.49万元，同比增加17.16%。经公司不断优化产品结构，酵母产品营业收入占比由2013年82%逐年下降至77%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

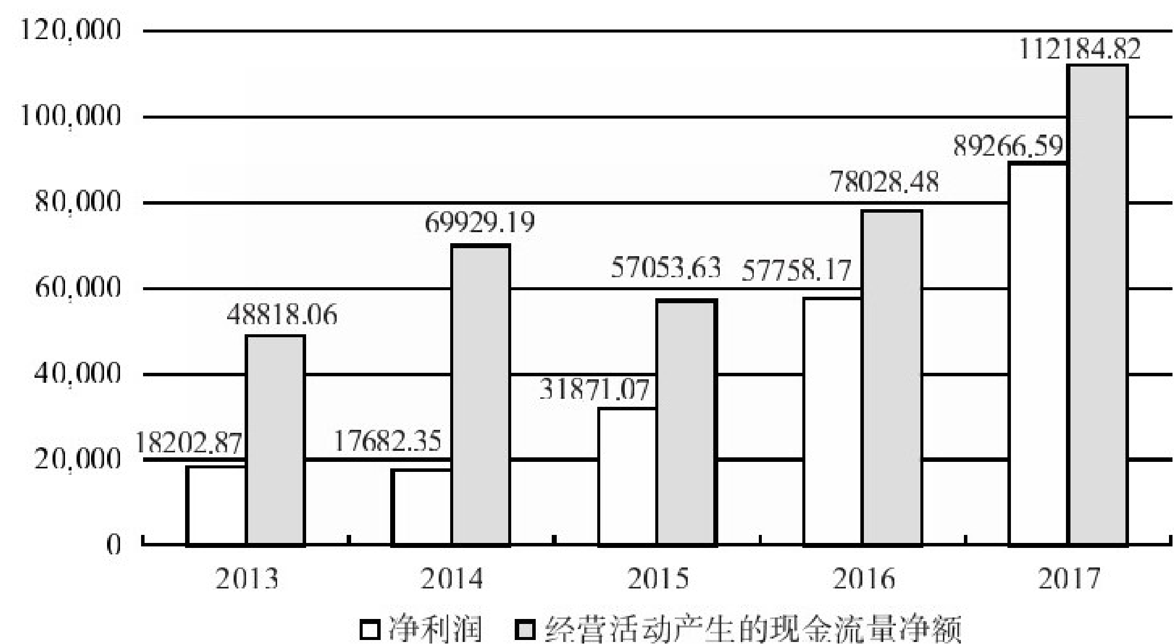


图2-30　净利润与经营活动产生的现金流量

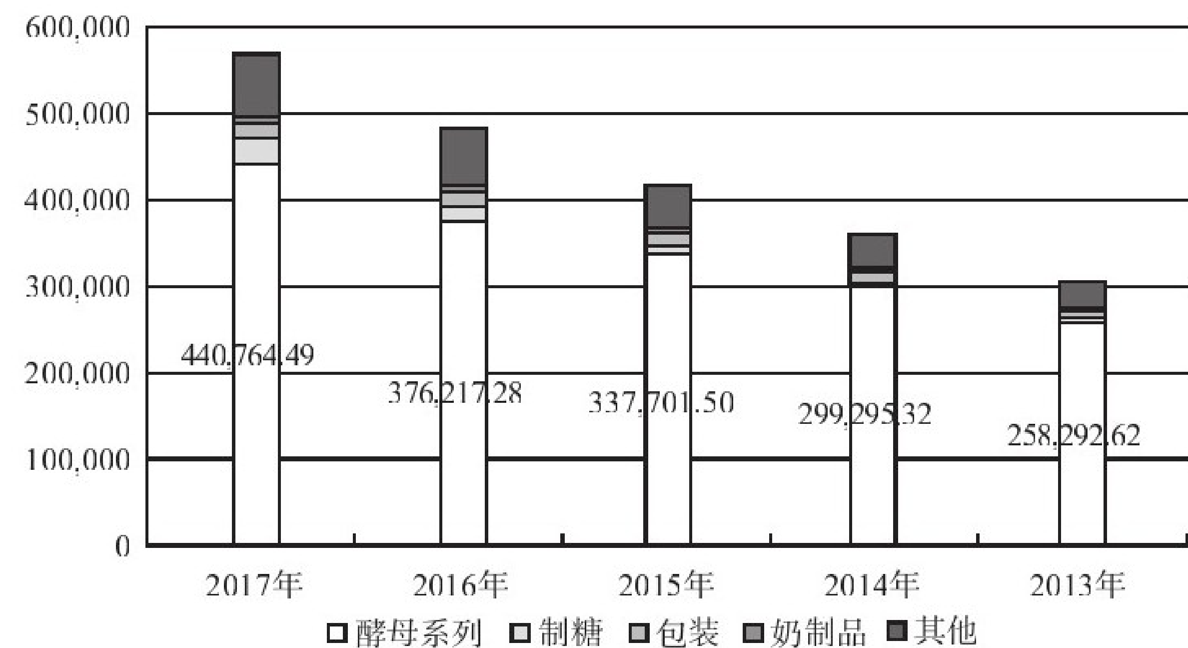


图2-31　近五年公司主营业收入分产品

近五年公司主营产品毛利率如图2-32所示，2017年酵母产品毛利41.69%，同比增加19.56%。其中，酵母、包装及奶制品毛利逐年提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

升，其中酵母毛利提升较明显，奶制品毛利呈下降趋势。

二、主营产品量价分析

按照前文的分析方法，安琪酵母的营业收入可拆分为：营业收入=酵母收入+制糖收入+包装收入+奶制品收入+其他收入，营业收入增速=销量增速+单价增速。下面主要围绕营业收入增速进行分析：

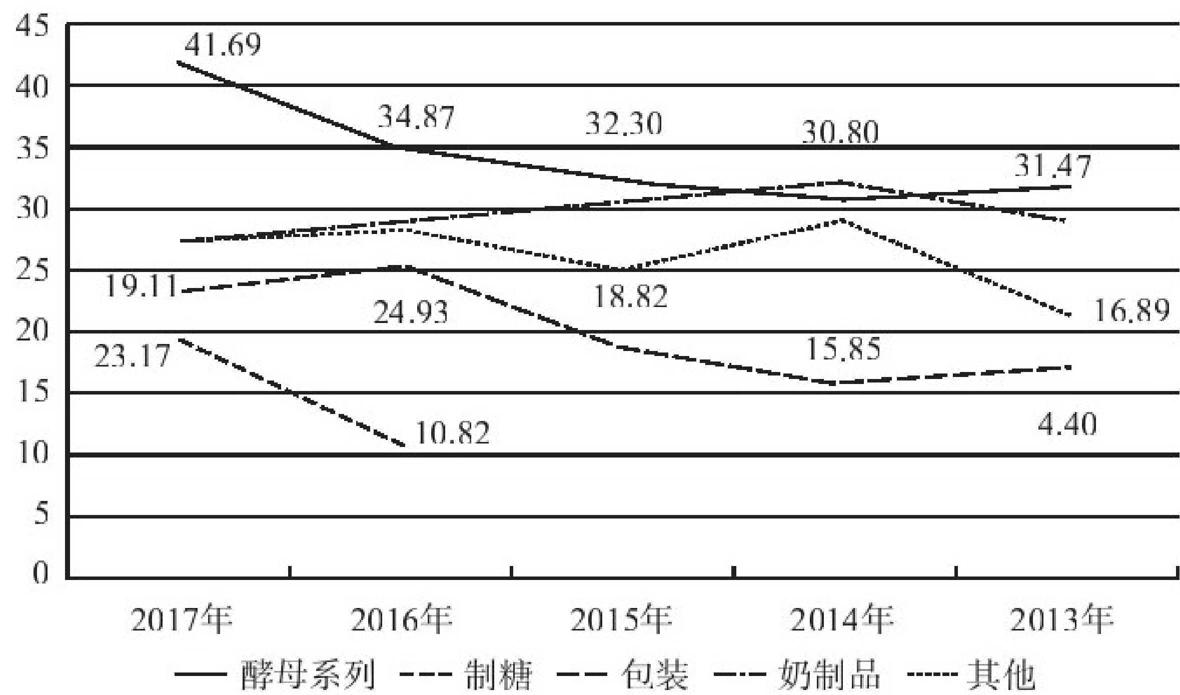


图2-32　近五年公司主营产品毛利率

（一）产销量增速

公司生产酵母需建设厂房、购置机器设备，前期投入较大。因此，报表中固定资产和在建工程占比重，近五年占总资产金额约60%。在读财报系列中已经分析，固定资产和在建工程代表现在及未来产能状况，扩大产能提升产量，因此分析产量增速主要在于分析现有及将来产能情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2013-2016年固定资产增速并不明显，由于折旧的影响略微呈下降趋势；2017年固定资产增速明显，依赖于2016年在建工程大幅增加所致，主要为2017年俄罗斯年产2万吨酵母项目及柳州15000吨酵母抽提物升级改造项目顺利投产。如图2-33所示。

2017年在建工程规模有所下降，可以预测公司2018年转固金额较少，若无重大投资收购项目，产能将保持与2017年相同规模。

产能情况体现在产量上，通过回顾过去五年各主营业务产量变动情况，在2013-2016年产能保持稳定水平的情况下，其中酵母产量年均增长率保持11%，制糖产量实现较快增长，增长率达到46%。说明在既定产能的情况下实现更多产量，产能利用率逐年提高。如图2-34所示。

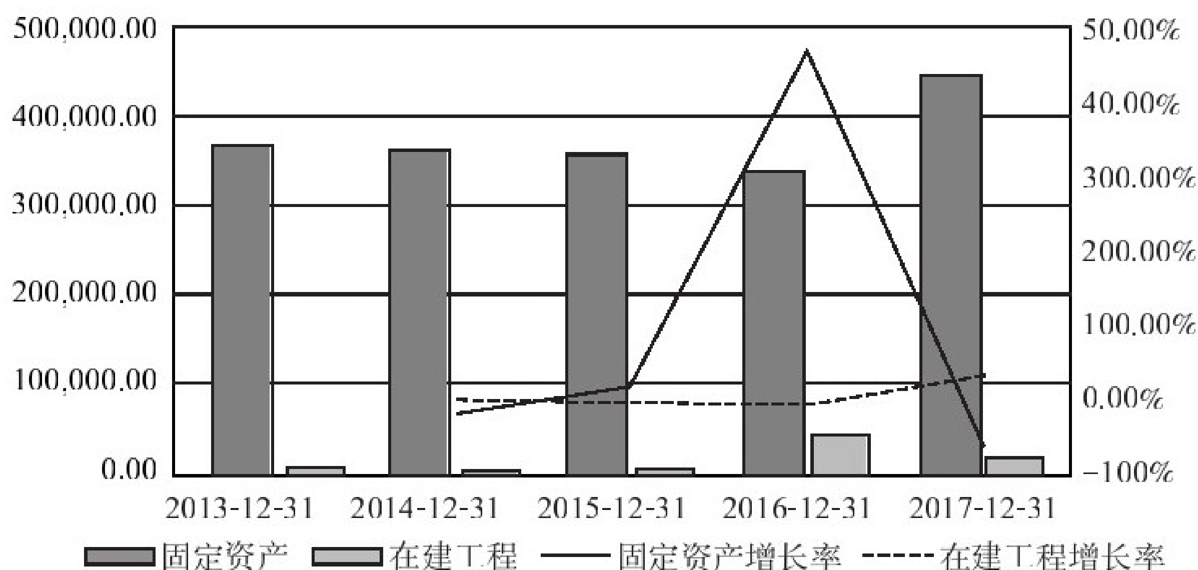


图2-33 安琪酵母产能增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

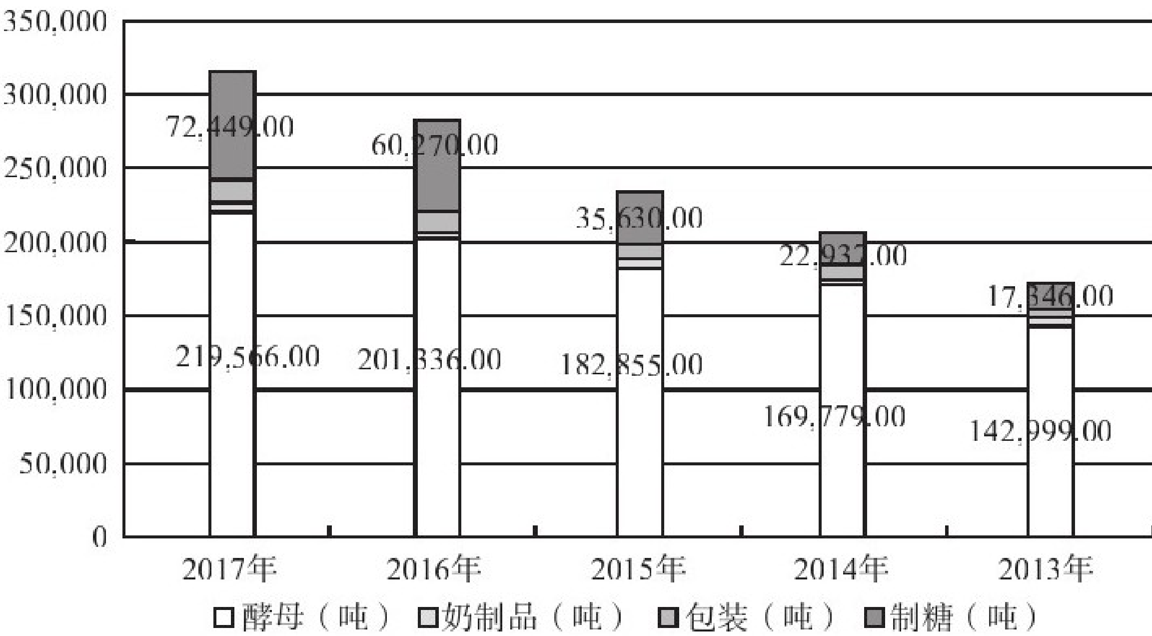


图2-34　安琪酵母主营业务产量

在产量逐步稳健增长的情况下，最重要的是生产出来的产品能否卖得出去——即销量表现如何。通过对比近五年产销率可知，*01（+*01$年酵母、奶制品及包装产销率维持在100）附近，销量随产量一路上涨，基本处于满产满销状态；制糖随着产量提高，产销率逐年提升，逐步打开市场使得销量增加。如图*+%）所示。

通过分析安琪酵母的产能、产量及销量可知，公司生产出来的产品不愁销售，在通过提高产量推动销量提升的情况下，关键还是在于产能。

根据公司公告披露“*018年公司将重点做好以下发展性项目投资，主要包括：安琪赤峰搬迁扩建年产*.）万吨酵母生产线、埃及新建1*000吨酵母抽提物生产线、新建营养健康食品数字化工厂、宏裕包材建设年产25000吨健康产品包材智能工厂”。可预期公司2019年后将有大规模产能爆发，并通过优化产能利用率，实现销量增速带动营业收入增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

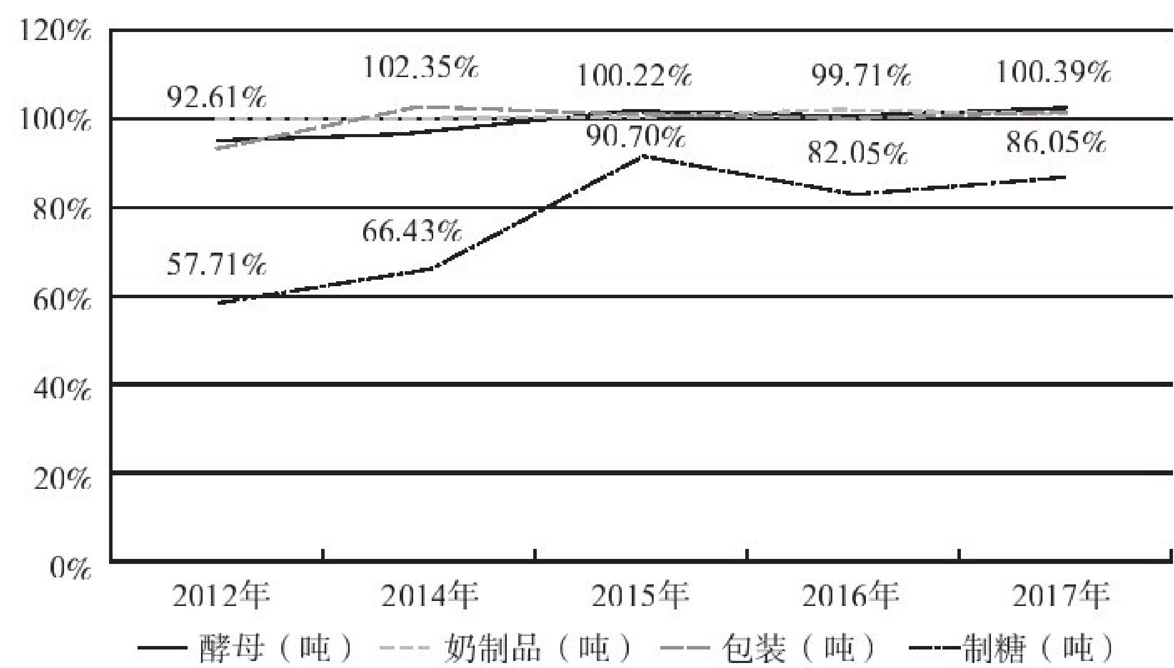


图2-35　安琪酵母产销率

（二）单价增速

根据公司披露的2017年年报营业收入及业务数据可推算下列产品单价，可见各产品单价增速并不明显。如表2-5所示。

表2-5　安琪酵母产品单价

均单价	2017	2016	2015	2014	2013
酵母（吨）	1.96	1.88	1.82	1.83	1.91
奶制品（吨）	0.96	0.93	0.92	0.91	0.78
包装（吨）	1.12	1.20	1.35	1.35	1.09
制糖（吨）	0.53	0.38	0.38	0.37	0.58

综上分析，2013-2017年在各类业务产品单价保持稳定水平情况下，通过提高产能利用率增加产量实现营业收入年均16%增长。说明在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

既定产能水平下，通过优化产能利用率，拓展新产品类型，实现最优产品单价及销量。未来有望通过建成投产的固定资产扩大产能、提升产量，进而推动销量。另外，通过扩充产品应用领域提高产品单价实现量价同步增长。

正如报告中披露“通过打造完整的以酵母工程技术为支撑，链接上下游的酵母产业链，涉及的产品、业务、领域相对全面和完整，开发了动物营养（酵母源生物饲料）、人类健康（安琪纽特健康产品）及微生物营养等多个业务领域”。2018年可以将关注重点放在上述三个方面，如果能够实现有效营业收入，预期2018年营业收入增长将超越目前水平。

三、渠道议价能力

2013-2015年，体现对下游客户议价能力的应收账款增长率高于体现对上游供应商议价能力的应付账款增长率；2016-2017年二者明显交替，应付账款增幅远高于应收账款增幅，说明对上游话语权加强。在原材料占成本构成逐渐提高的情况下，上游话语权的提升使公司增加商业信用减少现金流出，使得经营活动现金流量净额较上年增加43.77%。如图2-36所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

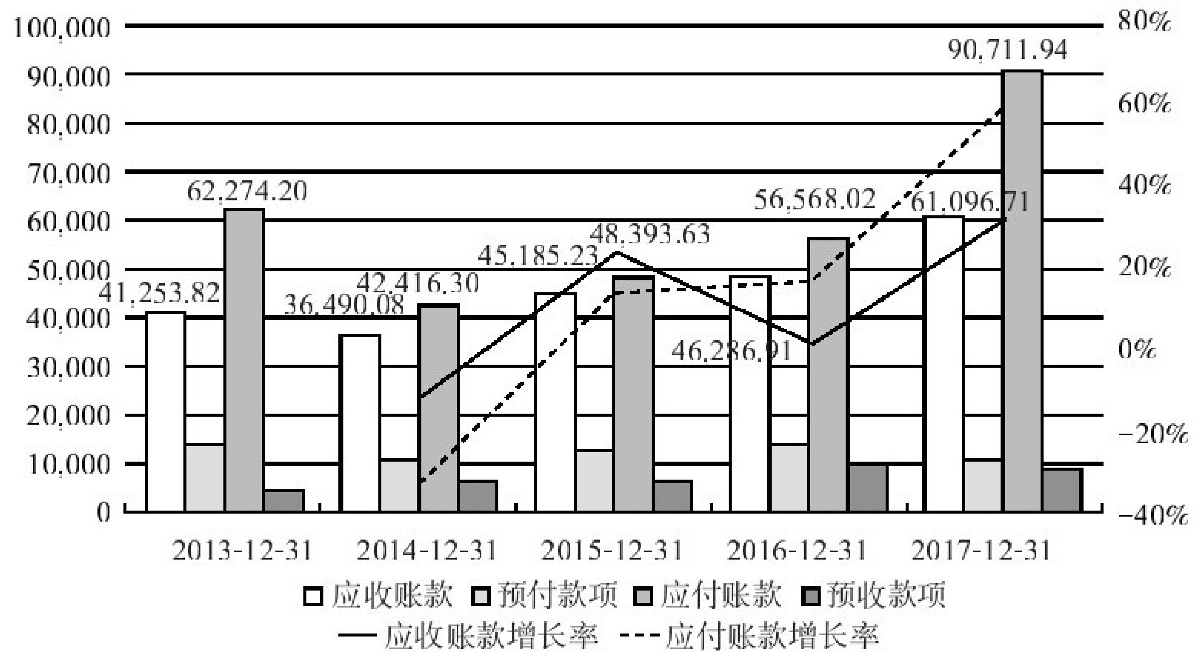


图2-36　安琪酵母渠道议价能力

综上，安琪酵母未来增长点将是未来产能的实现及新产品扩充。

（该篇文章来自初善投资团队成员方媛）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二部分 发现投资机会

第三章 寻找企业的护城河

很多朋友提到要投资具有护城河的公司，然而什么是护城河、护城河究竟能给企业带来什么，却是千人千面、莫衷一是。

第一节 究竟什么是护城河

护城河管理学的术语应该是“竞争优势”，发表波特五力模型的大师波特认为：公司竞争优势“归根结底来源于企业为客户（即消费者）创造的超过其成本的价值。价值是客户愿意支付的价钱，而超额价值产生于以低于对手的价格提供同等的效益，或者所提供的独特的效益补偿高价而有余”。波特认为：全球任何行业竞争战略本质上只有三个：差异化战略、成本领先战略、聚焦战略。

而巴菲特把护城河分为两大类：一种竞争堡垒是成为低成本生产商（如GEICO保险公司和Costco超市）；另一种竞争堡垒是拥有强大的全球性品牌（如可口可乐、吉列和美国运通公司）。可以说跟波特异曲同工。

然而护城河只有两类吗？

笔者认为，护城河有以下几种：

第一种，竞争优势。可以说是资源，比如旅游业的靠山吃山、中石油和中石化的垄断资源、金融业的牌照资源。但是这种资源优势并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不靠谱，靠山吃山不具有复制性，而两桶油放到全球的范围来看，并没有明显的竞争优势，而任何牌照都有放开的可能。

第二种，专利和技术。毫无疑问，技术是竞争优势、是护城河，但是很难说是长久的护城河。这点在手机行业体现得淋漓尽致，那些消逝的品牌告诉笔者：千万别迷恋技术，技术永远是用来淘汰的。如果技术不是护城河，那么历久弥新的科技企业如英特尔、微软等是如何屹立不倒的呢？此外每天一度电的美的和格力的护城河又是什么呢？说是技术好像也没那么强，低成本更是算不上，那么是品牌？

第三种，低成本。波特都认为低成本是竞争优势，在全球化浪潮中，中国企业正是凭借低成本打开全球制造业的市场。但是在差异化不明显的情况下，低成本的护城河似乎也是伪命题。比如京东，其实更应该说是运营能力或者叫商业模式。笔者都知道规模经济的概念，可是规模不经济的也有很多。

第四种，品牌。比如茅台、苹果，除了耳熟能详，还是耳熟能详。越是toC的产品和消费品，品牌的护城河效用越发明显，这是直观感受。但是在toB客户中，品牌肯定也会是企业选择需要考量的重要因素，只是笔者选择性忽略了。

有机构调研2000多家上市公司发现，与硬件企业相比，更容易在软件公司里发现护城河。媒体行业强大的品牌和内容对渠道的掌控力，造就了媒体企业的竞争优势，如迪士尼。直接面对消费者的企业往往难以形成竞争优势，如餐饮和零售商，但是也并非不可实现。比如星巴克、海底捞，它们的问题在于低转换成本。相反面对公司业务的企业，则具有更高的护城河，他们容易把自己的业务跟企业客户的业务做结合，从而形成很高的转换成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

护城河究竟是什么呢？笔者认为：行业属性决定护城河，而品牌是护城河的终极表现形式（由弱到强）。

不同的行业具有不同的护城河，但是在把护城河不断加宽、加深的过程中，品牌会成为护城河的表现形式，资源、技术、成本都将逐渐被弱化。

格力在最早和春兰们竞争的时候，依靠的是质量和领先不多的技术。然后是渠道，在渠道被苏宁、国美占领前已经塑造了足够大的品牌，因此现在格力的护城河就是品牌。

在投资中，任何品牌或者说护城河都是随着时间形成的，选择有护城河的公司并非易事。而在成长股投资中，护城河可能刚开始挖或者挖得很浅，靠护城河来选择，可能就会错过机会了。

再强大的护城河也不会永远不变，即使强大如汉唐也有衰落的一天，因此一切都是动态的，不能死板去看待。

第二节 认清：复利、股价、净利润

下面介绍什么是复利、股价和净利润。

一、复利的魔力

查理·芒格《穷查理宝典》中引用他的导师本杰明·富兰克林关于复利的描述，“复利是能够将所有铅块变成金块的石头”，并把它放在投资原则检查清单中。

为什么这么说呢？因为复利太厉害了，举个不恰当的例子，假如耶稣临终时留了2克金子的遗产，每年有5%的复利，那么经过2000年后，金子的总数量达到了4.78x10n2克黄金（相当于800万亿个纯金制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

造的地球）。再举个熟悉的例子，假如每年使用1.4万元用于投资，每年获得平均20%的投资收益率，那么40年后将拥有1.0281亿元。

在此，笔者的重点不是复利，而是引用复利计算的收益率作为一个锚。如表3-1所示，141%的意思是假设复利为5%，那么18年后的收益率为141%，即投资10万元，18年后可以赚14.1万元。以此类推，271%的意思是30%的复利5年的收益率为271%。即使世界投资大师，其51年间（1965-2015年）的长期复合收益率也只有19.2%。

表3-1 复利表

复利表	18 年	10 年	5 年	备注
5%	141%	63%	28%	CPI 水平
10%	456%	159%	61%	一般人目标
20%	2562%	519%	149%	巴菲特水平
30%	11146%	1279%	271%	不可能水平

30%的复利水平属于万里挑一，而长期能到30%的既无可能，任何一次大的回撤都对高复利提出了不可能达到的要求。所以市场上吹嘘复利40%，甚至100%的，基本都是假的。

二、股价与净利润

从三个时间维度来看股价的变动：第一个是2013年年初至2017年年底，时间跨度是5年；第二个是2008年年初至2017年年底，时间跨度是10年；第三个2000年年初至2017年年底，时间跨度是18年。

（1）从2013年年初到2017年年底的5年中，涨幅跑赢年化10%的个股共计2192只。也就是2013年随便买一只股票，基本都能跑赢，因为中间遇到了牛市。跑赢年化20%的个股共计643只，跑赢年化30%的个股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

共计415只，对应涨幅分别对应61%、149%和271%。2192只企业主要分布在机械设备、化工、医药、电子、计算机等。如图3-1所示。

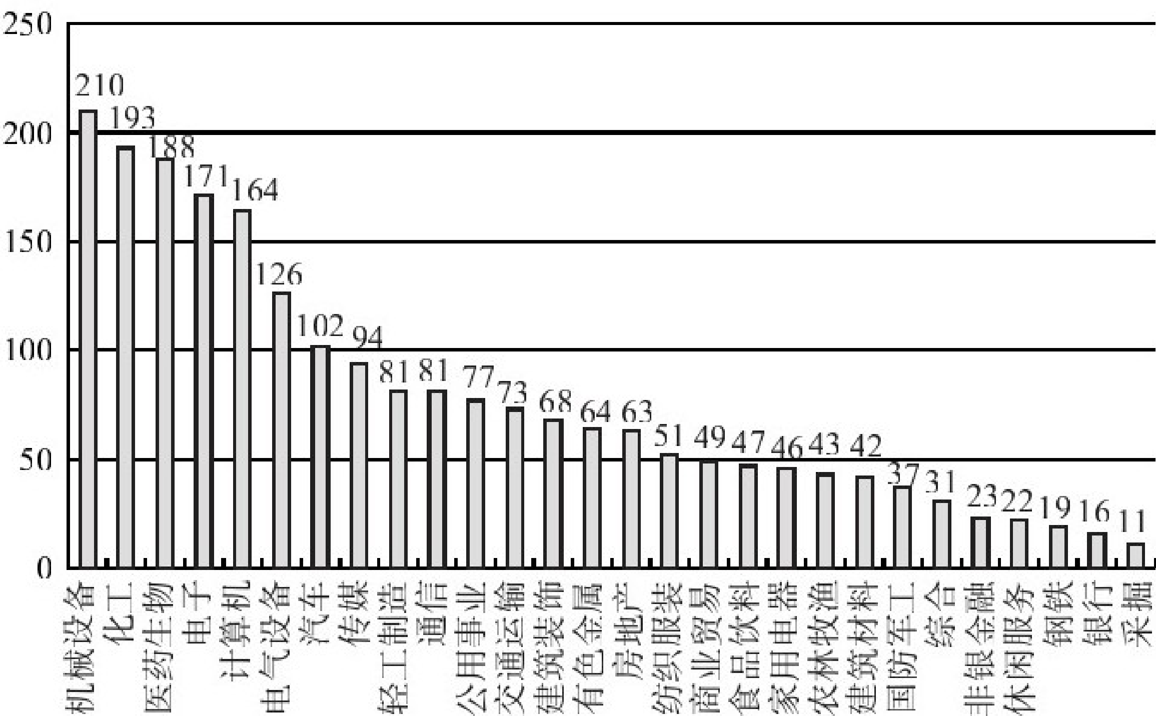


图3-1　年平均跑赢年化10%公司的行业分布

从个股上看，涨幅前十的均超过11倍。分别为信维通信、隆基股份、东方财富、利亚德、赣锋锂业、同花顺、兴源环境等。如图3-2所示。

从三类企业净利复合增长率来看，涨幅越高，净利润增长率越高，涨幅超过271%的公司净利润复合增长率为20%，涨幅在149%～271%的净利润复合增长率为11%，涨幅在61%～149%的净利润复合增长率为3%。如表3-2所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

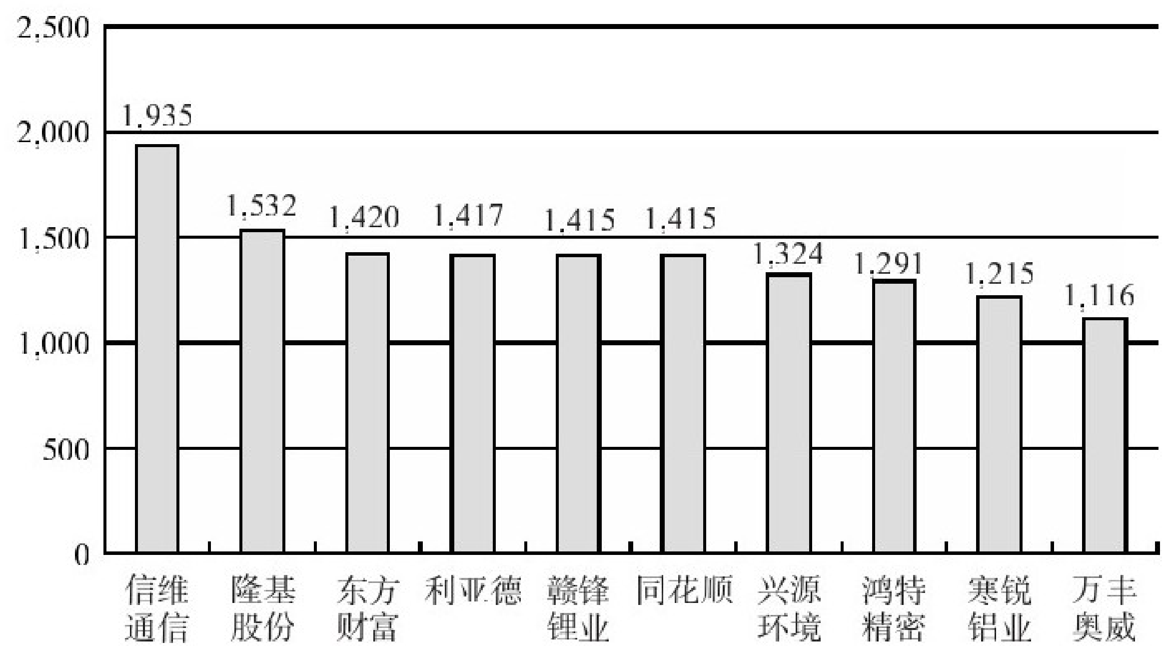


图3-2　涨幅前十的公司

表3-2　企业净利复合增长率

目标	涨幅	家数	2013 年净利润	2018 年净利润	复合增长率
跑赢 30%	超过 271%	415	872	2,184	20%
跑赢 20% 到 30%	149% 到 271%	643	2,889	4,835	11%
跑赢 10% 到 20%	61% 到 49%	1,134	13,668	16,055	3%
合计		2,192	17,429	23,074	6%

（2）时间拉长到十年的情况。从2008年年初到2017年年底，十年时间，涨幅跑赢年化10%的个股共计513只，跑赢年化20%的个股共计63只，跑赢年化30%的个股共计10只，对应涨幅分别对应159%、519%和1279%。513只企业主要分布在医药、电子、计算机、化工、传媒、家电等领域。如图3-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从个股上来看，排名前十的个股涨幅超过十倍。分别为三安光电、平潭发展、华夏幸福、东方雨虹、上海莱士、大华股份、顺发醋业、科大讯飞、康得新、长春高新，中小板占比较高。如图3-4所示。

涨幅越高，净利润增长率越高，涨幅超过1279%的公司净利润复合增长率为21%，涨幅在519%～1279%的净利润复合增长率为17%，涨幅在159%～519%的净利润复合增长率为14%。如表3-3所示。

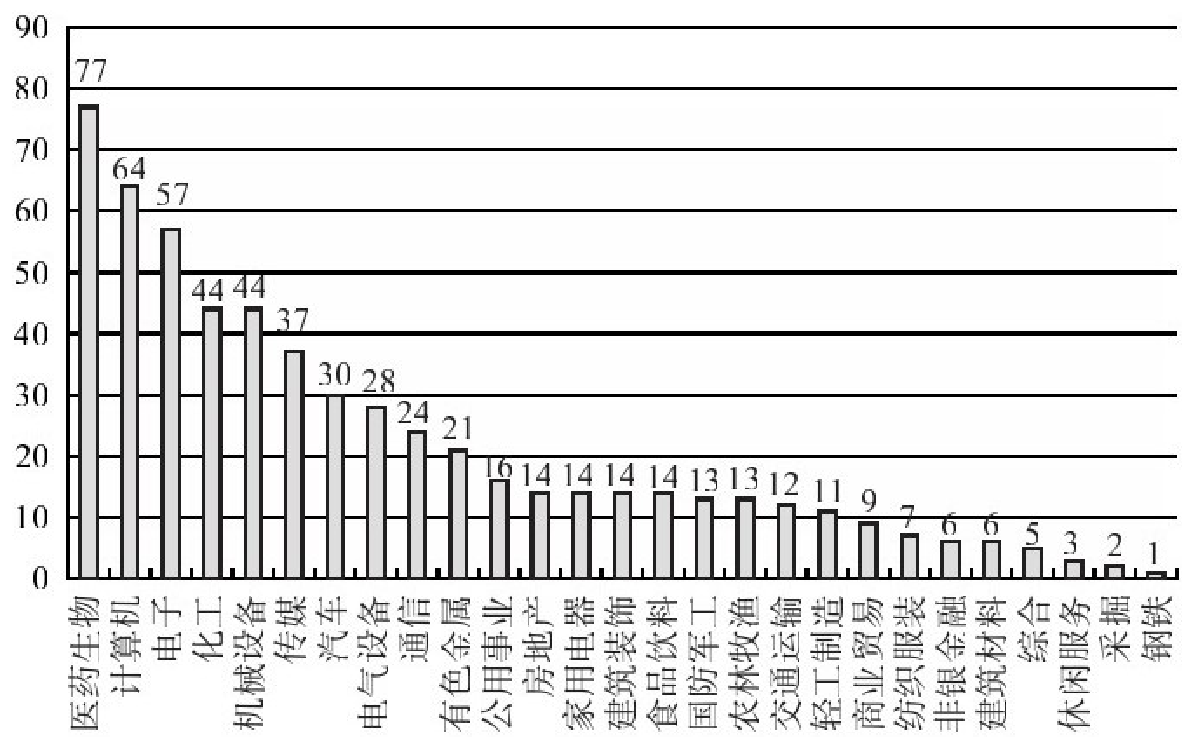


图3-3　十年间年平均跑赢年化10%公司的行业分布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

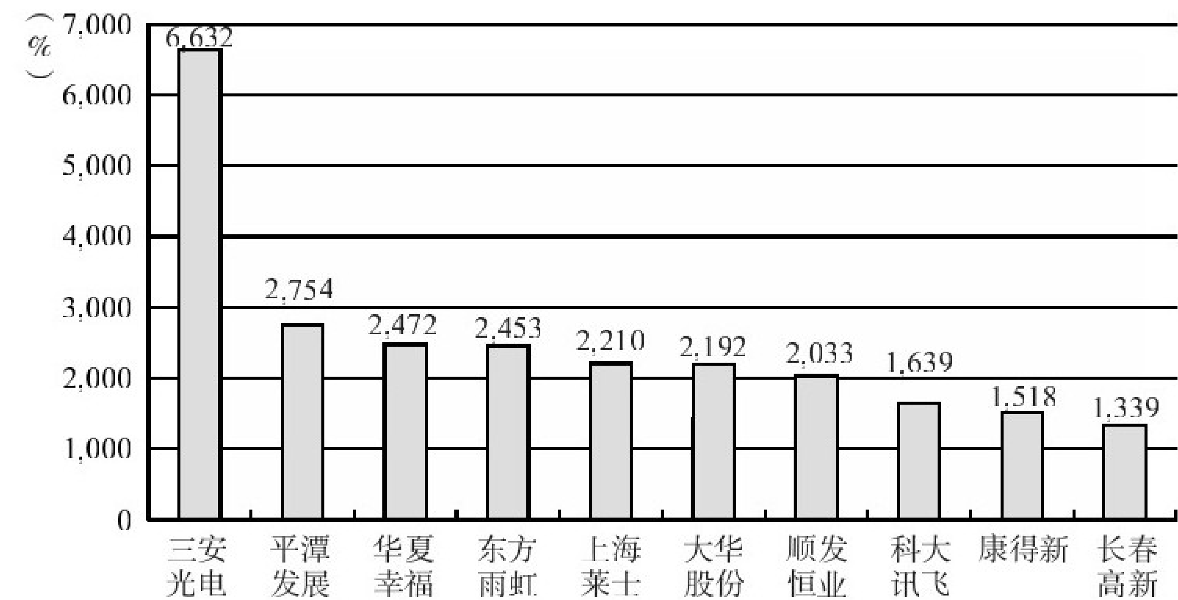


图3-4 2008-2017年区间涨跌幅

表3-3 2008年、2018年企业净利复合增长率

目标	涨幅	家数	2008 年净利润	2018 年净利润	复合增长率
跑赢 30%	超过 1279%	10	6	164	21%
跑赢 20% ~30%	519% ~1279%	63	48	728	17%
跑赢 10% ~20%	159% ~519%	513	314	2,707	14%
合计		586	368	3,600	14%

（3）如果把时间拉长到2018年，即从2000年1月1日至2018年1月1日，数据会如何呢？涨幅跑赢年化10%的个股的共计276只，涨幅跑赢年化20%的个股共计20只，而能跑赢30%的个股只有1只：贵州茅台，涨幅分别对应456%、2562%和11146%。也就是说，持有一个股票不换，从2000年到现在，涨幅能满足复利30%的只有贵州茅台。从行业上看，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要分布在医药生物、房地产、化工、汽车食品饮料等，家电股只有4家入选。如图3-5所示。

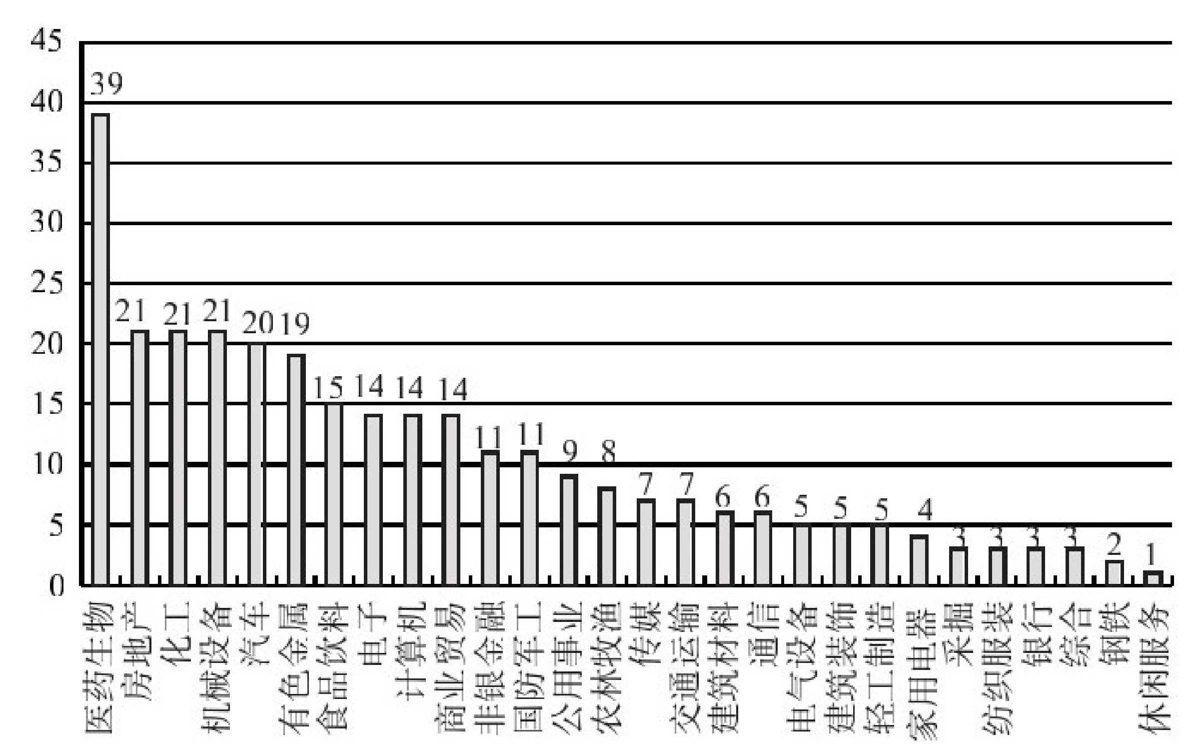


图3-5　2018年间年平均跑赢年化10%公司的行业分布

从公司上来看，股价涨幅超过30倍的共有16家。茅台、格力瑶瑶领先，恒瑞、云南白药、华夏幸福、三安光电、万科等紧随其后，均为白马演变成的大蓝筹。如图3-6所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

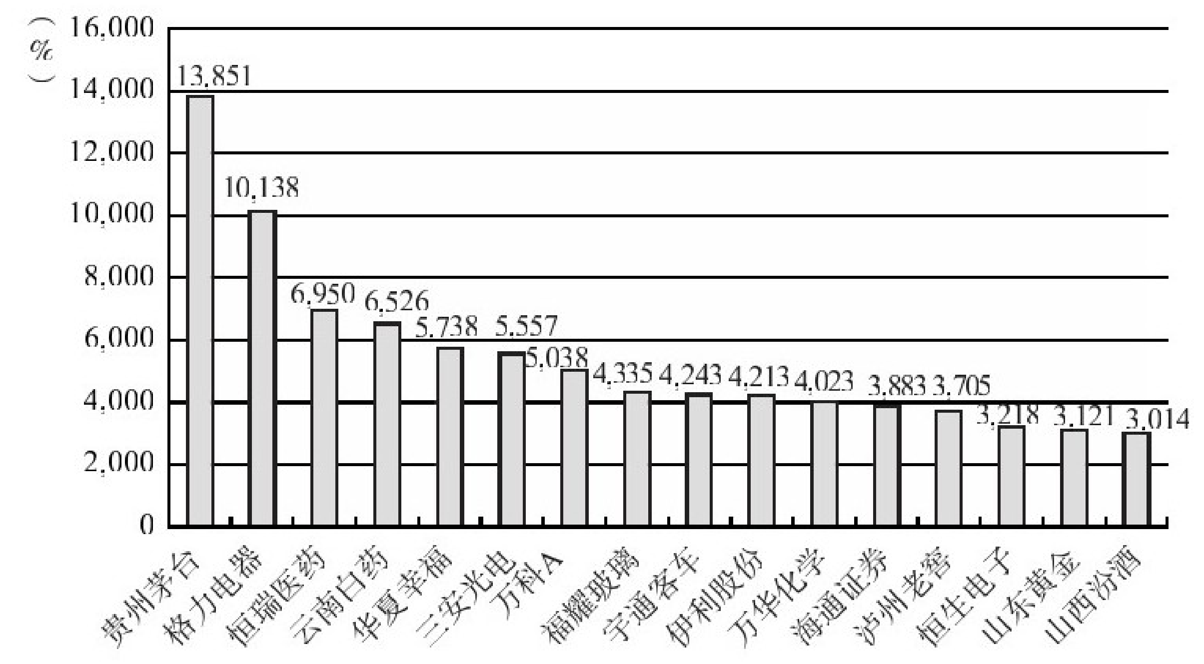


图3-6　2000-2018年区间涨跌幅

笔者带大家看看企业的净利润情况，从三类企业净利复合增长率来看，涨幅越高，净利润增长率越高，涨幅超过11146%的公司净利润复合增长率为28%，涨幅在2562%～11146%的净利润复合增长率为25%，涨幅在456%～2562%的净利润复合增长率为21%。如表3-5所示。

表3-5　2000年、2008年、2018年企业净利复合增长率

目标	涨幅	家数	2000年净利润	2008年净利润	2018年净利润	复合增长率
跑赢30%	超过11146%	1	2.51	37.99	167.18	28%
跑赢20%～30%	2562%～11146%	20	22.13	162.58	965.25	25%
跑赢10%～20%	456%～2562%	276	171.31	1,215.79	4,424.85	21%
合计		297	195.95	1,416.36	5,557.28	22%

三、结论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）从行业分布上，跑赢10%的行业也基本跑赢GDP的增长率，而且与笔者经济发展的先后顺序基本对应。这一条为很多投资者自上而下选股提供了依据，即先选择行业，再选择个股。

（2）长期来看，时间跨度越长，净利润增长与股价的正相关越明显，拟合度越高，即年化的投资收益率与净利润复合增长率越一致。这也是大部分投资者选择分析业绩作为投资方向的理论原因。“等退潮了，才知道谁在裸泳”“时间是称重机”。

但是这个时间可能是五年、十年，甚至是二十年。也就是说，短期来看，净利润的增幅与股价的关系较弱。这个短期可能是一个月，也可能是一年、两年，甚至五年。

（3）不论哪个时间区间，几乎没有不依靠利润增长而股价涨幅超过十倍的公司。也就是说，不能带来业绩增长的概念都是伪概念，但是能不能带来业绩增长，可能一两年内没人知道。这也是A股概念盛行的主要原因，短期选手太多，像区块链、新零售、半导体，没人关心长期。

（4）追求长期复利的难度太大了，而想通过持有一只个股取得，既无可能。没有人会在2000年购买茅台并一直持有至今。

（5）关键是要利润增长，而不是鼓励大家去买蓝筹，而且最关键的是看估值，估值贵了，就对利润增长提出了更高的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章 核心科目的选股方法

通过财报去选取绩优股，是每个投资者的梦想，但是如何将财报作为投资的工具之一，要学会识别和读懂财报。本章从几个维度给大家讲解，但在此说明，所选取案例仅为讲解方法使用，不作为投资建议。

第一节 货币资金，有钱才是王道

上市公司的会计科目货币资金金额，简单来说就是公司账上的存款。该金额越高，说明企业越有钱。

截至2017年9月30日，剔除银行外的3387家上市公司货币资金账面金额合计8.79万亿元，比2016年年底的8.97万亿元减少了1.97%，变动较小，与3387家公司合计市值52.9万亿元相比，比值为17%。

自古以来都有一种说法，如果公司账面的现金超过公司的市值，公司相对是低估的，因为公司有能力回购自己公司的全部股份。于是通过货币资金与公司市值的比值可以用来寻找那些被低估的公司。

从wind导出2017年9月30日公司账面的货币资金和截至目前最新的市值情况，并用货币资金与市值的比值来排序，发现一个问题，比值超过50%的企业只有102家。其中：

（1）比值超过50%意味着公司回购自身股票至少可以回购50%，结合这个比值平均值为17%。可以知道，超过50%已经非常不易，在A股已经算是三十中挑一了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）102家的行业分布上，主要是房地产开发、金融、建筑及批发零售等，这跟笔者事先预想的一样，即大部分属于高负债行业，账上的现金基本属于别人的。虽然钱多，但是基本都是借别人的，日子也很难舒坦起来。如表4-1所示。

表4-1　货币资金/市值超过50%的行业分布

行业	家数
房地产业－房地产业	32
金融业－资本市场服务	11
建筑业－土木工程建筑业	10
制造业－汽车制造业	6
制造业－化学原料及化学制品制造业	5
采矿业－煤炭开采及洗选业	4
批发和零售业	8
其他行业	26
合计	102

那么直接用货币资金/市值来选取企业显然是不合适的，因为部分企业的账上资金可能是借来的。因此可以使用调整后的货币资金，即把长短期借款扣除，这意味着账上的现金基本可以由自己支配，而不会被银行左右。其中：

一是没有扣除应付账款，因为应付账款是企业正常生产经营产生的，体现的也是企业在上下游之间的竞争力。

二是需要剔除证券及保险业，因为证券和保险的货币资金大部分是负债，且不包含在长短期借款中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三是需要剔除房地产业，因为房地产存在大量的负债在预收账款里。

调整后的货币资金/市值的数据不太好看，该比值超过50%的仅7家，由于太少了，因此笔者可以大声说出他们的名字：东方电气、华联综超、上海机电、经纬纺机、江铃汽车、ST平能、高新发展。其中，华联综超因为预售卡模式估计负债也较高，经纬纺机合并了中融信托，高新发展有18亿元的其他应付款，三个也需要剔除，因此最后只有四家。如表4-2所示。

表4-2　调整后的货币资金/市值的数据

证券简称	调整后货币资	净利润	总市值1	调整后货币资金/市值	资产负债率	短期借款	长期借款
东方电气	254.37	4.76	250.36	102%	71.60	3.19	0.37
华联综超	36.79	0.70	37.88	97%	72.10	5.50	0.50
上海机电	138.67	17.59	191.80	72%	62.79	0.35	–
经纬纺机	107.21	19.11	152.66	70%	52.59	22.42	1.41
江铃汽车	92.58	6.44	140.58	66%	47.12	–	0.04
*ST 平能	32.01	2.32	50.21	64%	25.33	–	–
高新发展	14.36	0.28	27.97	51%	78.14	–	0.44
中油工程	174.13	5.25	356.20	49%	74.13	–	5.45
中材国际	76.26	7.24	156.83	49%	74.22	5.50	26.92
美菱电器	26.63	1.28	55.99	48%	67.97	15.53	2.53

有人认为，如果市场上货币资金/市值的比值较低，说明市场是高估的，平均比值是17%，正常超过50%的只有四家。市场真的被高估了吗？你们觉得呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

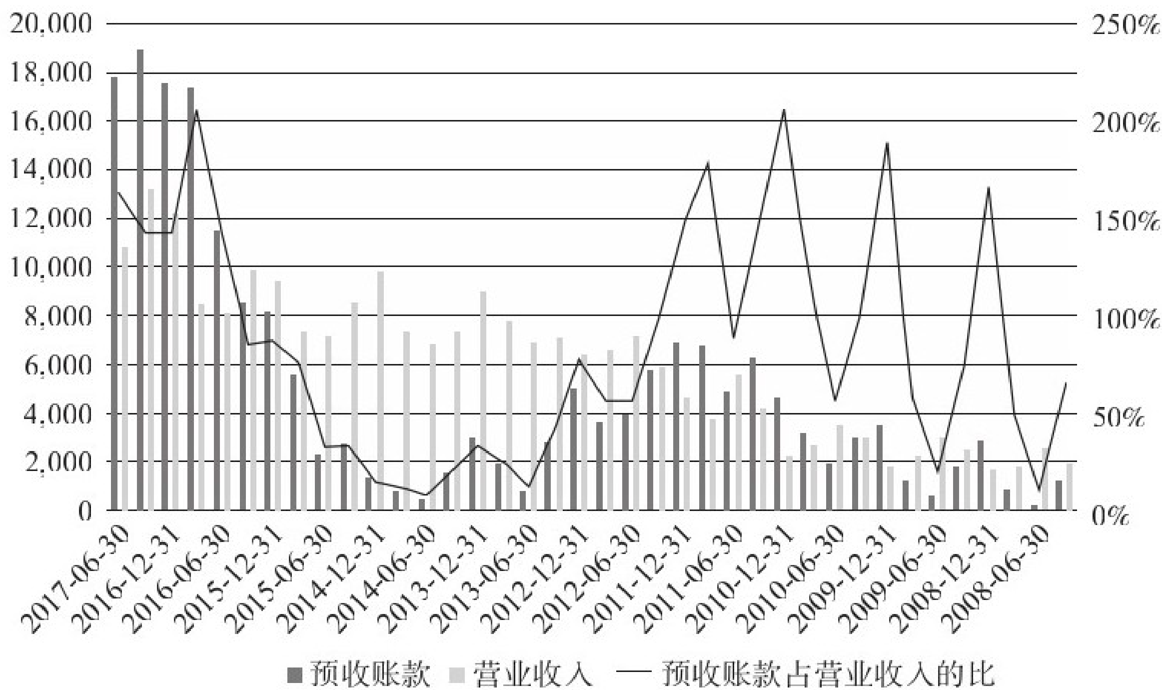
第二节 如何通过预收账款选股

一、预收账款变动，收入变动的前兆

预收账款是什么呢？以贵州茅台为例，由于他的酒好卖，经销商从茅台买酒，往往先预付一部分酒款给茅台，那么对茅台来说，这部分钱就记在预收账款科目里。当茅台把酒发货给经销商后，贵州茅台就结转预收账款至营业收入了。

预收账款不仅是企业下游议价能力的体现，也是收入的先行指标，预收账款大幅增加的企业，收入接下来也会增加。当然，考虑预收账款时必须区分行业，常见预收账款模式的行业有地产、白酒、软件科技类企业等。

笔者以贵州茅台为例，看看预收账款与营业收入的关系。选取了茅台2008—2017年每个季度的预收账款、营业收入及其关系做成图4-1。笔者可以得出以下结论：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图4-1　茅台2008—2017年预收账款、营业收入及其关系做成

一是在2012年白酒业遭遇限酒令及塑化剂危机前，预收账款是稳步增长的，由10亿元规模增加到2011年60亿元规模，同时，预收账款占营业收入的比例为50%～200%，可以说当季的预收账款保证了半个季度至两个季度的收入。

二是随着塑化剂及限酒令的发酵，2012年一季度的预收账款开始下降，并且逐步下降至2014年6月的10亿元规模。在此期间内，茅台的收入并没有明显下降，而是维持在60亿～80亿元。预收账款占营业收入的比例也低于50%。

三是2014年二季度之后，预收账款迅速回升，2015年二季度已经恢复到前高点水平，并且还在持续增长，近四个季度，预收账款维持在180亿元水平。从收入上看，并没有及时随着预收账款增加而增加。

二是滞后一两个季度。这个阶段的预收账款占收入的比例也恢复制高点，位置在150%以上。

研究预收账款有什么作用呢？既然预收账款是收入的先行指标，那么随着预收的增加，随之而来的是收入的增加，利润增加的可能性大增，那么股价随之也会大涨。笔者看一下茅台近十年的股价，如图4-2所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

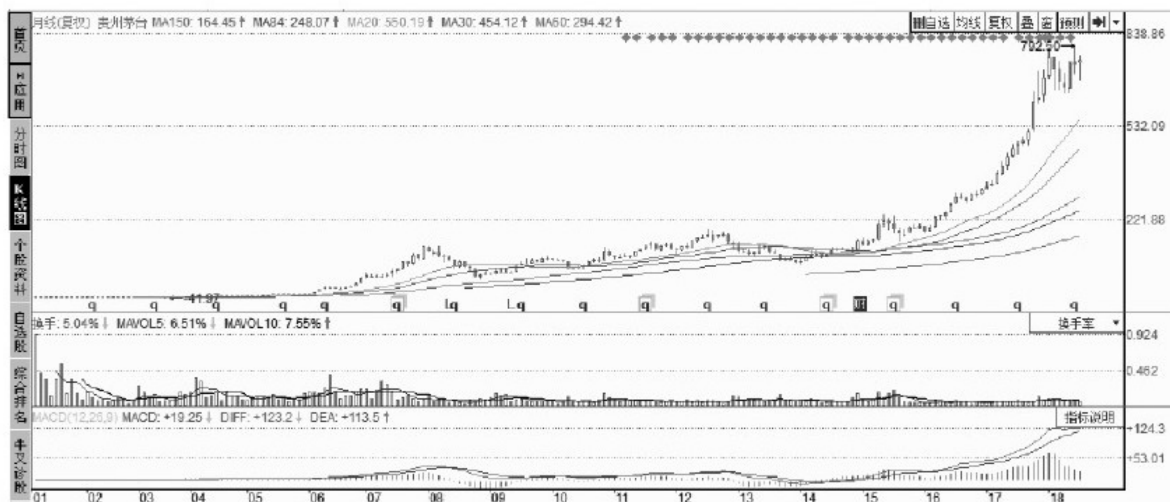


图4-2 茅台近十年的股价

预收账款维持在高点，依然保证了未来几个季度的收入，但是预收账款的增长已经放缓，因为未来茅台的股价主要还是看预收账款这个现行指标的变动情况。

事实上，关于预收账款与营业收入的正相关关系，刘博等（2009年）《上市公司预收账款与公司业绩关系的实证研究》的结论：

（1）预收账款占营业收入未达到一定比例（5%）的企业中，预收账款与公司业绩没有必然联系。

（2）在预收账款具备重要性的行业中，预收账款与主营业务收入呈较强的正相关关系。

（3）大部分公司的预收账款与主营业务利润呈正相关关系。

因此，预收账款与企业的营业收入和营业利润有比较强的正相关关系。通过研究预收账款的变化，对需要营业收入及营业利润增长的企业来说是一条可行的路径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

笔者可以使用这个指标自上而下从3000多家公司里选出业绩可能大幅增长的企业。

怎么用这个指标去寻找公司呢？从wind导出2016年年底和2017年半年度预收款项数据，并结合预收款项与营业收入的比例从高到低选择，同时剔除房地产业和建筑业，笔者选出68家公司作为股票池，选出的部分公司如表4-3所示。

表4-3　选出的部分公司

证券简称	2017年半年报预收账款	2016预收账款	变动	变动率	2017年半年报营业总收入	预收账款/营业收入
建发股份	3,696,891	2,727,045	969,846	36%	9,163,463	40%
华侨城A	2,043,884	1,507,877	536,007	36%	1,378,891	148%
健康元	458,321	9,301	449,020	4828%	544,346	84%
丽珠集团	456,750	7,869	448,881	5705%	427,476	107%
ST常林	1,114,670	926,990	187,680	20%	3,403,430	33%
中材国际	1,081,860	913,572	168,289	18%	884,139	122%
海航基础	320,394	190,070	130,324	69%	550,699	58%
深赛格	126,772	11,653	115,119	988%	62,509	203%
包钢股份	679,668	575,924	103,744	18%	2,113,238	32%
特变电工	561,592	473,465	88,127	19%	1,802,663	31%
南京公用	166,271	78,214	88,056	113%	175,476	95%

下一步，在这些股票里看其预收账款增加的真正原因，是不是营业收入大增的前兆。

二、剔除一次性预收及预收房款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

按照上次的方式虽然选出来60余家企业，即2017年中报预收账款较2016年年底大增，且预收账款占比营业收入高于100%，不过大多来源于一次性交易，其他一些是不属于房地产行业但是是预收的房款。如表4-4所示。

表4-4 预收账款

证券简称	2017年中报预收账款	2016年年底预收账款	变动	变动率	2017年中报营业收入	预收账款/营业收入	所属证监会行业名称	备注
龙江交通	109,770	78,255	31,515	40%	23,720	463%		房款
东华科技	221,202	174,283	46,919	27%	84,678	261%	建筑业	基本都是工程款
深赛格	126,772	11,653	115,119	988%	62,509	203%		房款
丽珠集团	456,750	7,869	448,881	5705%	427,476	107%	制造业	转让子公司股权
南京公用	166,271	78,214	88,056	113%	175,476	95%		一大半是房款
健康元	458,321	9,301	449,020	4828%	544,346	84%	制造业	转让子公司股权
海航基础	320,394	190,070	130,324	69%	550,699	58%	批发零售业	房款
中航高科	95,886	67,714	28,172	42%	176,010	54%	制造业	房款
三木集团	101,530	53,006	48,525	92%	211,527	48%	批发零售业	房款
建发股份	3,696,891	2,727,045	969,846	36%	9,163,463	40%	批发零售业	大部分是房款
山东高速	110,398	61,582	48,816	79%	334,655	33%		房款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此需要修改一下指标，导出2014—2017年中报预收账款金额，并且选取预收账款连续四年增长的企业，然后根据预收账款/营业收入从高到低进行排名，选出以下企业并一一进行分析。如表4-5所示。

表4-5　预收账款连续四年增长的企业

公司	2017年中报/营业收入	2017年中报	2016年	2015年	2014年	2013年
龙净环保	213%	628,708	597,347	538,521	454,378	266,282
中亚股份	156%	51,768	49,050	36,669	32,303	19,424
安车监测	152%	28,755	22,986	15,800	10,960	7,113
新南洋	134%	106,289	85,266	55,852	40,746	11,776
泛微网络	113%	32,049	31,739	24,649	16,757	10,583

（一）龙净环保

全球大气环保装备龙头，业绩连续六年稳步增长。龙净环保始创于1971年，2000年上市，现已建成国际一流的机电一体化设计制造除尘装置和烟气脱硫脱硝装置等大气污染治理设备的大型研发生产基地。公司引进世界先进技术，自主研发“干式超净+”，率先提出并承揽首个“烟气治理岛”。2017年上半年营业收入29.58亿元，同比增长0.95%；归母净利润2.26亿元，同比增长14.66%，创下了连续6年营业收入、净利润稳定增长的新纪录。

十年营业收入和利润如表4-6所示。

在半年报公布后，股价大幅上涨。如图4-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

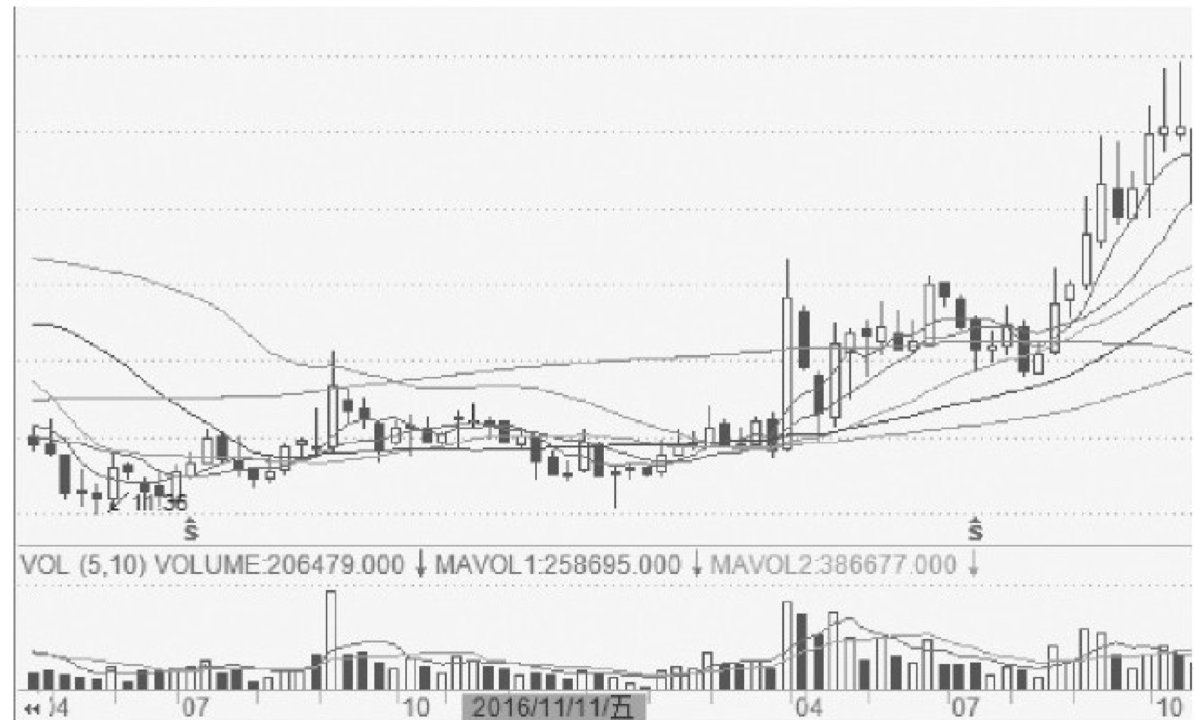


图4-3 龙净环保股价大幅上涨

表4-6 龙净环保十年营业收入和利润

	2017－12－31	2017－06－30	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31	2010－12－31
年报	中报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	盈利预测	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要									
营业收入	860, 647.17	295,765.79	802,353.99	739,096.05	602,666.36	556,821.18	424,019.30	351,523.54	334,472.97
同比（%）	7.27	0.95							
营业成本		222,161.29	620,688.37	569,742.58	462,138.53	438,751.50	328,312.35	266,589.95	264,630.52
营业利润	80,811.92	25,171.88	64,717.29	62,417.88	50,893.09	50,608.85	31,592.18	19,278.83	25,304.88
同比（%）		15.23							
利润总额	89,393.33	27,657.59	81,671.43	66,545.50	54,903.40	55,205.18	35,491.62	31,704.08	27,597.74
同比（%）		14.53							
净利润		22,784.94	67,143.99	56,103.89	46,698.77	46,331.94	29,684.86	25,352.84	23,079.06
归属母公司股东的净利润	732,226.42	225,573.25	66,390.73	56,014.87	46,341.47	45,671.51	29,105.22	25,200.65	22,854.08
同比（%）	10.30	14.66							

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）中亚股份

中亚机械股份有限公司是一家集研发、制造和销售于一体的液态产品智能化包装设备制造商，主要定位于设计制造中高端的液态食品包装设备，产品广泛应用在乳品、饮料、食用油脂、调味品、日化等行业，与达能、蒙牛、伊利等优质企业保持长期稳定的合作关系，最近三年乳品包装机械市场占有率均列国内同行第一。公司每年有超过85%的收入来自乳品行业，综合毛利率一直保持在45%～50%的较高水平。

连续多年的收入、利润如表4-7所示。

股价目前不高，可能跟预收账款增速放缓，后续还需观察。如图4-4所示。

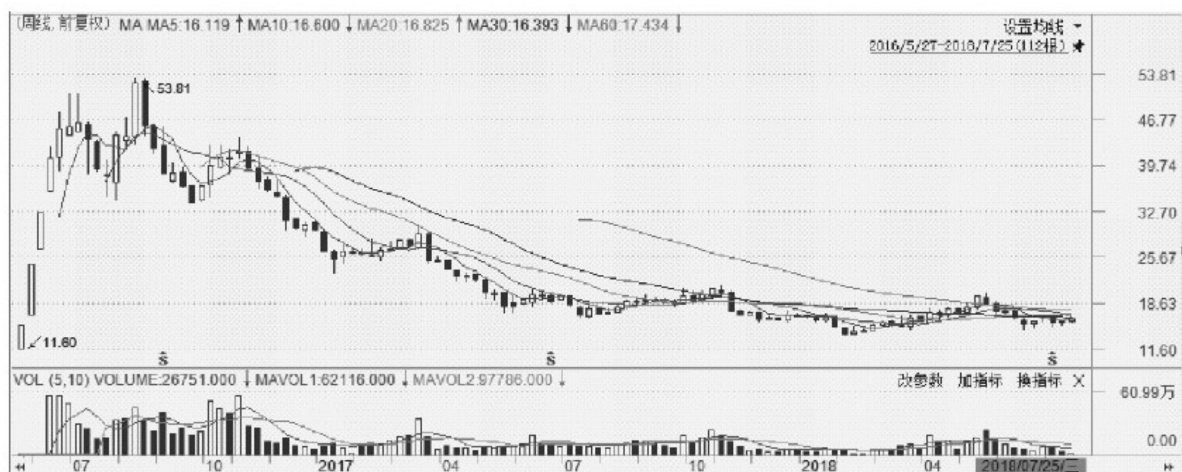


图4-4　中亚股份目前股价

（三）安车监测

公司是国内少数能同时提供机动车检测系统和行业联网监系统的供应商。公司产品线最为全面，已覆盖全国除中国香港、台湾、澳门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地区之外的其余31个省级行政区划，客户包括各类检验机构、维修企业、汽车生产企业、政府部门等。

连续多年的营业收入和利润如表4-8所示。

表4-7　中亚股份连续多年的收入、利润

	2018－12－31	2017－12－31	2017－06－30	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	盈利预测	盈利预测	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要									
营业收入	83,761.50	72,460.25	33,144.71	63,623.92	58,659.51	51,976.57	37,678.69	30,411.99	26,511.54
同比（%）	15.60	13.89	6.41						
营业成本			18,363.23	31,882.01	31,024.20	26,187.06	18,980.46	14,248.21	13,629.86
营业利润	25,850.50	21,714.00	10,316.94	18,488.58	14,727.70	14,133.50	8,917.86	8,010.53	7,362.34
同比（%）			14.17						
利润总额	26,343.00	22,240.65	10,322.20	18,791.34	15,794.63	14,968.68	10,276.04	8,742.77	7,848.66
同比（%）			14.24						
净利润			8,762.78	16,107.32	13,368.17	12,507.17	8,742.23	7,428.40	6,871.75
归属母公司股东的净利润	22,604.75	19,104.50	8,762.78	16,107.32	13,368.17	12,507.07	8,742.23	7,428.40	6,946.49
同比（%）	18.32	18.61	13.68						
非经常性损益			1,289.88						
扣非后归属母公司股东的净利润			7,472.90						
同比（%）			0.63						
研发费用			1,204.14	4,341.65	3,532.14	2,809.64	2,219.88	2,134.93	1,953.25
EBIT			8,594.23	17,466.66	14,274.98	13,723.10	8,895.35	8,270.06	6,550.50
EBITDA	27,085.00	22,999.00	9,345.88	19,138.08	15,982.22	15,302.97	10,251.23	8,270.06	6,550.50

表4-8　安车监测连续多年的营业收入和利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2018－12－31	2017－12－31	2017－06－30	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	盈利预测	盈利预测	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要									
营业收入	63,416.67	41,626.67	18,909.60	31,818.12	28,167.23	24,081.93	21,904.95	19,721.30	15,643.60
同比（%）	52.35	30.83	27.82						
营业成本			9,480.57	16,559.69	15,301.11	12,487.11	11,166.98	10,076.46	8,309.63
营业利润	12,630.00	7,556.67	4,569.45	4,214.84	3,640.75	3,118.99	3,128.52	2,884.97	1,299.84
同比（%）			105.28						
利润总额	13,720.00	8,693.33	4,624.67	5,841.55	5,023.71	4,353.70	4,252.94	3,694.38	2,591.33
同比（%）			53.83						
净利润			3,894.61	4,903.38	4,222.02	3,650.81	3,573.90	3,058.93	2,911.08
归属母公司股东的净利润	11,802.00	7,488.00	3,894.61	4,903.38	4,222.02	3,650.81	3,573.90	3,054.58	2,185.19
同比（%）	57.61	52.71	54.38						
非经常性损益			122.87						
扣非后归属母公司股东的净利润			3,771.74						
同比（%）			52.56						
研发费用			1,230.82	2,152.71	1,499.48	1,216.90	938.58	856.78	669.94
EBIT			3,514.58	4,112.82	3,552.87	3,097.99	3,104.24	3,162.34	248,564.
EBITDA			3,727.98	4,511.44	3,937.75	3,480.96	3,396.10	3,312.38	2,485.65

作为次新股，开板后稳步下跌，但是半年报的超预期带动了股价的上涨，未来走势尚待观察。如图4-5所示。



图4-5　安车监测股价

（四）新南洋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司2014年重组后，战略调整为教育培训，定位是综合性教育服务提供商，包括K12、职业教育、国际教育、幼儿教育、高端管理培训等业务。2016年，公司营业收入13.89亿元，其中教育服务收入11.93亿元，占比86%，同比增长25%，昂立教育收入8.75亿元。近期公司完成定增，募资5.93亿元。

半年报的预收账款没有公布明细，2016年的年报，主要是预收教育培训及服务费，预收款增长较快，可见新南洋的教育培训业务发展较好。如表4-9所示。

表4-9 新南洋半年报的预收账款

☑适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

项目	期末余额	期初余额
预收教育培训及服务费	757,520,964.00	522,613,430.64
预收数字电视收视费	12,305,570.82	13,064,134.39
预收商品销售款	82,829,879.20	22,845,603.98
合计	852,656,414.02	558,523,169.01

股价情况如图4-6所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图4-6　新南洋股价情况

（五）泛微网络

泛微网络是一家专业的协同管理软件厂商，主营业务为向企业、事业单位和政府机构提供标准且可灵活配置的成熟协同管理软件产品和应用实施方案。

泛微网络作为次新股，数据相当好看，收入利润一直维持20%左右的增发。虽然预收账款也在增长，但是半年报增速放缓明显，需持续关注。如表4-10所示。

股价上，上市开板后与大部分次新股一样，一直下跌，半年报后企稳。如图4-7所示。

表4-10　泛微网络半年报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2018－12－31	2017－12－31	2017－06－30	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31	2012－12－31	2011－12－31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	盈利预测	盈利预测	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要									
营业收入	88,465.70	64,597.50	28,297.71	46,130.50	31,692.21	25,475.88	21,896.88	18,921.08	15,686.55
同比（%）	36.95	40.03	50.09	45.56	24.40	16.34	15.73	20.62	
营业成本			1,472.09	1,877.79	1,130.62	1,212.99	1,270.88	799.62	939.40
营业利润	6,532.89	4,559.33	995.28	2,329.93	2,744.34	1,313.90	1,069.12	1,042.38	978.12
同比（%）			109.29	－15.0	108.87	22.90	2.57	6.57	
利润总额	13,269.00	10,020.22	2,967.01	7,322.57	6,294.57	4,605.27	3,885.59	3,378.89	3,067.35
同比（%）			20.21	16.33	36.68	18.52	15.00	10.16	
净利润			2,745.99	6,443.07	5,040.65	4,307.05	3,604.76	3,324.63	3,039.51
归属母公司股东的净利润	11,140.27	8,509.64	2,792.63	6,521.94	5,039.60	4,307.05	3,604.76	3,324.63	3,039.51
同比（%）	30.91	30.48	30.74	29.41	17.01	19.48	8.43	9.38	
非经常性损益			826.58	1,372.83	718.81	332.78	500.13	214.74	197.42
扣非后归属母公司股东的净利润			1,966.04	5,149.11	4,320.79	3,974.28	3,104.62	3,109.89	2,842.09
同比（%）			31.77	19.17	8.72	28.01	－0.17	9.42	
研发费用			3,607.36	6,373.63	4,317.93	4,092.60	3,301.51	2,518.19	1,929.73
EBIT	9,920.00	6,364.50	－16.39	1,233.02	1,851.16	610.77	679.33	898.76	1,038.11
EBITDA	7,251.67	5,168.50	417.19	1,945.52	2,347.52	858.49	899.93	1,118.12	1,138.87



图4-7　泛微网络股价情况

根据以上分析，预收账款与营业收入有关系，但是与股价的关系可能比较远，毕竟股价是各种因素的最终反映，而且预收账款多久能转化成收入存在较大的不确定性。

三、如何通过预收账款预测营业收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前面选取了五家预收账款连续增长的企业，但是这些预收账款多长时间能转换为收入，即行业结算方式是什么样子的。比如房地产行业，预收的房款可能需要两年、三年乃至四年才能转换为收入。笔者看华夏幸福的半年报，其预收账款余额为1331亿元，超过1年的预收账款高达420多亿元，如表4-11所示。以此结算方式对预收账款的影响很大，有必要单独讲解，笔者以上次选出的安车监测和中亚股份为例来解说。

表4-11　华夏幸福的预收账款

☑适用　☐不适用

单位：元　币种：人民币

项目	期末余额	期初余额
1 年以内	90,610,095,653.05	70,198,434,060.73
1 至 2 年	34,991,228,894.74	28,959,904,531.44
1 至 2 年	6,074,609,619.83	2,081,340,659.78
3 年以上	1,384,297,746.00	1,308,716,198.21
合计	133,060,181,913.62	102,548,395,448.16

（一）安车监测

笔者查看安车监测招股说明书，其销售政策表述为：公司根据所处行业特点和客户情况，制定了相对严格的销售政策：

- 一般情况下，公司于合同签订之日起三个工作日内预收30%的货款，开始安排生产或者安排向客户安装现场发货，合同中全部设备运抵客户指定安装现场之日起三个工作日内，公司收取30%的货款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 全部设备安装、调试完成后，计量标定合格或者验收合格之日起三个工作日内，公司收取30%的货款。

• 剩余10%的尾款，作为质量保证金，待公司与客户验收合格之日起满一至两年后收取。（根据此销售政策，可以知道当年收取30%的款项，下一年度能交货的话可以确认100%的收入）。

客户情况：公司客户主要为各机动车检验机构及政府监管机构，客户分布在全国各地，区域分布较为分散，且因业务性质，公司客户每年均处于变动之中，年度客户之间很少有重合，且单个客户收入占比较低。

根据安车监测的销售政策和客户情况，笔者可以推断预收账款与下年度收入的关系，然后预测以后年度的收入。为此，笔者做了表4-12，当年预收账款与下年度营业收入的关系。可以看到2011年至2014年这个比例大概在30%，符合第一次预收客户款情形。进入2015年该比例上升至50%，可能原因是客户增多、交货周期延长的原因。由销售政策可知，该比例最高不超过60%，暂时按照50%推测，可以知道2017年收入约为4.3亿元，考虑到上半年的1.89亿元，可以知道下半年为2.74亿元，增长率为45%，维持较高增长。考虑到预收账款的继续增加，2018年上半年收入是有保证的，预测值在3.05亿元，增长61%。

表4-12　安车监测当年预收账款与下年度营业收入的关系

证券简称	2017 年中报	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
预收账款	28,755	22,986	15,800	10,960	7,113	5,719	6,549
下一年度营业收入	57,905	46,288	31,818	28,167	24,082	21,905	19,721
比例	50%	50%	50%	39%	30%	26%	33%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）中亚股份

根据招股说明书企业的销售政策，交货周期在2～6月，即现在的预收账款大部分会在半年后成为收入。如图4-8所示。

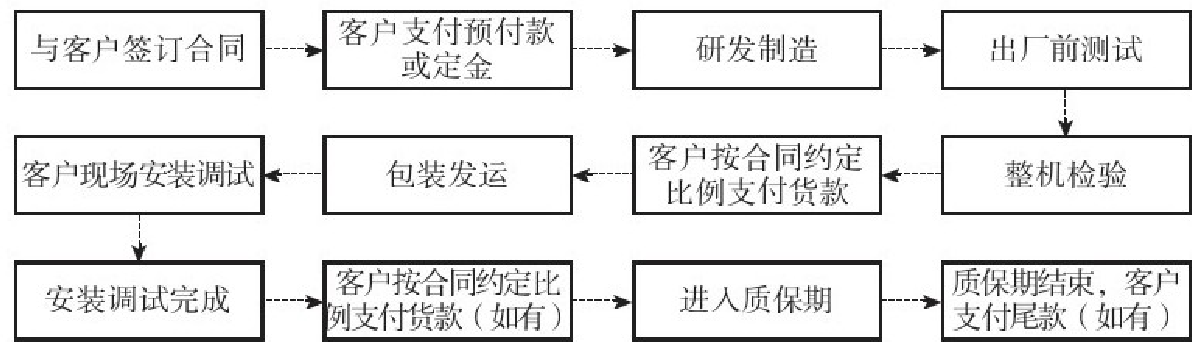


图4-8　中亚股份招股说明书的销售政策

笔者查看公司2017年半年报，公司预收款项按年限列示如表4-13所示，80%以上的款项为一年以内。

表4-13　中亚股份2017年半年报预收款项

项目	期末余额	期初余额
1 年以内	420,401,747.37	424,773,459.01
1～2 年	74,441,225.81	47,424,335.74
2～3 年	18,071,981.70	14,112,902.34
3 年以上	4,762,552.54	4,189,228.95
合计	517,677,507.42	490,499,926.04

笔者查看预收账款变动及与收入的关系，发现占比逐年增长。由于没有更多的数据，只能猜测交货周期变长，同时预测下半年收入。笔者发现公司2017年上半年收入明显偏低，增长率仅为6%。如表4-14所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表4-14　中亚股份预收账款变动及与收入的关系

证券简称	2017年中报	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
预收账款	51,768	49,050	36,669	32,303	19,424	7,534	5,141
下一年度营业收入	83,993	79,583	63,624	58,660	51,977	37,679	30,412
比例	37,554	46,438	58%	55%	37%	20%	17%

这种预测收入的方法，参考公司的估值，就可以做出买卖的决定了。根据以上分析，两家企业大概率会超预期。

四、预收账款增长率维持高增长的企业

从预收账款挑选企业，是根据2017年预收账款较2016年年底大幅增长，但是选出企业的问题很明显，即预收账款是一次性预收或者是披着建筑和制造业的外衣，靠着卖房子实现的高增长，选出的企业质量普遍较差。

连续四年预收账款增长的企业，只有连续增长的预收账款才能保证连续增长的收入，但是结算方式的不同预示着转换成收入的周期差异较大。随着预收账款的增长，结算周期被拉长，但是可以根据结算方式预测出大概的收入范围。

部分企业预收账款虽然一直在增加，但是预收账款增长率一直在放缓，因此，笔者来谈谈预收账款增长率保持高增长的企业。这些企业的预收账款预示着收入存在高增长有极大的可能，且有加速的趋势。如表4-15所示。

表4-15　部分企业预收账款与预收账款增长率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券简称	总市值（万元）	预收账款/营业收入	2017年中报（万元）	2016年年报（万元）	2015年（万元）	2014年（万元）	2013年（万元）	2017年中报增长率	2016年增长率	2015年增长率
友邦吊顶	474,790	55%	15,882	1,673	681	167	658	849%	146%	307%
北方华创	1,275,542	66%	68,884	40,346	16,330	12,562	18,812	71%	147%	30%
东易日盛	579,825	59%	87,508	52,545	48,754	44,262	54,046	67%	8%	10%
华金资本	480,868	84%	14,990	10,071	3,585	548	243	49%	181%	554%
先导智能	3,557,282	179%	111,602	77,239	49,595	14,961	3,411	44%	56%	232%
金牌厨柜	577,540	37%	20,825	14,816	12,470	6,794	6,515	41%	19%	84%
视觉中国	1,325,493	37%	13,979	10,283	5,884	4,525	1,130	36%	75%	30%
名雕股份	366,018	128%	38,105	30,121	26,745	23,151	23,026	27%	13%	16%
安车监测	358,800	152%	28,755	22,986	15,800	10,960	7,113	25%	45%	44%
新南洋	623,244	134%	106,289	85,266	55,852	40,746	11,776	25%	53%	37%
旋极信息	1,954,051	36%	45,913	37,086	16,483	1,969	1,324	24%	125%	737%
中亚股份	552,690	156%	51,768	49,050	36,669	32,303	19,424	6%	34%	14%
石基信息	2,678,707	36%	43,537	41,457	23,472	20,803	17,043	5%	77%	13%
泛微网络	431,355	113%	32,049	31,739	24,649	16,757	10,583	1%	29%	47%

选出这些企业后，首先要看公司的收入确认模式，即预收账款到底是怎么来的。还需要通过资产负债表去看家底、利润表去分析盈利能力（即从营业收入到利润的情况）、现金流量表去分析现金流质量，甚至要了解行业的发展趋势。

通过预收账款变动选出的企业究竟表现如何呢？大家可以看看上面选出19家公司的表现，部分公司表现还是非常优秀的。比如卖铲子的北方华创、汽车检测的安车监测、OA第一家泛微网络、教育股新南洋等。

具体的内容不再分析，大家可以参考分析方法自己分析，主要目的是选出公司。

总结：预收账款选股的目的是从3000多家公司里选出未来营业收入可能大幅增长的公司。具体选取方法：

一是2017年较2016年大幅增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是预收账款连续三四年大幅增长。

三是预收账款增长率大幅增长，同时选取预收账款/营业收入高的企业。

通过商业模式的理解来判断预收账款会在多久转化为收入。最后还是要回归了解企业的本质，通过三张表及行业来判断企业未来的增长。

第三节 如何通过在建工程选股

在建工程是指企业进行基建工程、安装工程、技术改造工程、大修理工程等发生的实际支出。企业在建造项目时，在建工程科目余额逐渐增多，当项目达到预定可使用状态时，在建工程科目金额转入固定资产，预示着项目的投产。一般情况下，上市公司大额在建工程多为项目工程，那么通过公司披露在建工程余额的变化就可以确定企业项目的进展信息。

通过研究在建工程余额及在建工程转固定资产的时间，来确定上市公司项目的投产信息，进而判断该公司营业收入或者净利润可能的爆发时点，在3800只股票中筛选出可供投资的企业。

一、验证猜想

首先，导出2016年年报和2015年年报的在建工程科目。2016年在建工程较2015年在建工程的减少额为主要判断标准，以减少额与流动资产的比例作为弹性，即在建工程转固规模与企业现有规模的比例。以此来验证公司上述判断，选出表4-16的公司。

表4-16 2016年年报和2015年年报的在建工程科目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券简称	2016年底非流动资产	2016年营业总收入	2015年营业总收入	2016年在建工程	2015年在建工程	2016年营业收入变动	2016在建工程变动	2016年转固/非流动资产
全筑股份	56,451	333,589	218,493	298	41914	115,096	-41,616	-74%
华东科技	2,989,295	157,659	115,633	6,687	2,195,017	42,026	-2,188,331	-73%
中飞股份	42,823	13,769	12,918	953	28,512	851	-27,559	-64%
英飞特	90,113	65,357	52,675	5,152	55,588	12,683	-50,437	-56%
飞科电器	72,338	336,389	278,263	686	39,434	58,127	-38,748	-54%
宜宾纸业	298,372	44,488	1,369	1,117	149,333	43,119	-148,217	-50%
云南能投	180,897	145,520	166,553	38,413	120,406	-21,052	-81,993	-45%
高乐股份	80,389	40,351	41,443	153	35,258	-1,093	-35,106	-44%
金浦钛业	146,207	104,607	70,987	1,459	61,742	33,620	-60,283	-41%
科迪乳业	145,231	80,476	68,306	19,849	77,675	12,169	-57,826	-40%

（一）全筑股份

公司系住宅全装修整体解决方案及系统服务提供商，经过多年发展，业务范围涵盖设计、施工、配套部品加工及售后服务的完整产业链，是一家专业从事建筑装饰工程服务的综合性企业集团。公司一直专注于住宅全装修领域的系统研发，并于2010年出台了住宅全装修标准体系（企业标准），主要包括设计、施工、部品配套、售后服务等各环节的管理、工艺、技术等标准，是科学计划、组织、监督、指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

挥、调整、控制全装修实施的指导性标准，解决了全装修各环节全方位的标准化问题。

从公司的财务数据可以知道，公司在2016年二季度将4亿元左右的在建工程转为固定资产，笔者先查阅2016年半年报，发现转固定资产的分别是1.4亿元的工厂和一栋价值3亿元的写字楼。笔者再看企业的财务数据，可以发现2016年三季度后，收入增长明显加速，由之前的20%左右增加到之后的50%以上，生产性在建工程转为固定资产有明显促进企业收入增长的疗效。如表4-17所示。

（二）华东科技

查看其财务报表变动可以知道，2016年四季度有260亿元左右的在建工程转为固定资产。查询2016年年报可以知道，该资产为第8.5代薄膜晶体管液晶显示器件，该资产转固后，华东科技2017年一季度和半年度收入增长5倍以上，由2016年每季度2.4亿元的收入增长至2017年每季度12亿～16亿元的收入。这就是生产性在建工程转固的魔力。

当然，笔者发现企业收入增长了，但是毛利率下降了，2017年半年度毛利率为负，这也是大额在建工程转为固定资产后需要提防的现象。

（三）中飞股份

公司的主营业务为高性能铝合金材料及机加工产品的研发、生产和销售。笔者可以看到公司2016年二季度在建工程转为固定资产，大概金额在2.6亿元。看2016年半年报可以知道，该转固资产为核燃料加工设备用高性能铝合金材料产业化项目。

表4-17　全筑股份财报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	本期其他减少金额	期末余额	工程累计投入占预算比例（%）	工程进度
青浦装配式工厂	1,414,083,35.80	127,042,804.27	14,365,531.53	141,408,335.80			100	完工
徐汇万科中心	292,096,197.75	292,096,197.75	16,045,122.03	304,400,638.19	3,740,681.59		100	完工
石材车间装修改造工程	1,300,000.00		1,249,914.54			1,249,914.54	96.15	竣工验收阶段
办公室装修	1,800,000.00		1,799,853.51		73,026.38	1,726,827.13	99.99	竣工验收阶段
合计		419,139,002.02	33,460,421.61	445,808,973.99	3,813,707.97	2,976,741.67		

但是根据2016年三季度之后的收入来看，该项目并没有立即带来收入的增长。即使到了2017年，收入依然维持在3400～5000万元，较2016年同期增长20%以上。根据东兴证券的研报可知，该项目需要三年才能投产。同时笔者发现公司毛利率逐步下滑，由2016年40%下滑至目前的19%。

（四）英飞特

公司主要从事LED驱动电源的研发、生产、销售和技术服务。公司2016年二季度有近5亿元的在建工程转固。查询年报可知，该固定资产为LED半导体照明产业项目，转固后，其收入增速在20%以上，环比基本在逐季提高。但是依然伴随着毛利率的下滑，公司的每季度收入规模由1.4亿元左右增加至2017年三季度的1.9亿元左右，但是毛利率40%下滑至28%。

不再一一分析其他公司，笔者可以得出结论：

（1）能带来收入增长的一般是生产性、项目性的在建工程，不是办公楼这种损耗性固定资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）伴随着资产的投入使用，企业的毛利率会有所下滑。一是转固后产量存在爬坡期导致折旧等固定成本高居不下；二是新产能投产对产品价格的冲击，出现增收不增利的情况。

那么有没有什么方法选出来的股票可以避免上述问题呢？貌似没有。但是笔者一对一分析发现那些市场空间比较大、企业前期有经验的情况，然后加以观察。

二、2017年半年报大额转固企业

针对2017年上半年转固金额较大的企业，其2017年下半年的收入大概率会爆发性增长。从中选出八个企业，如表4-18所示。

表4-18　2017年半年报大额转固企业

证券简称	市盈率	行业名称	2017年在建工程	2016年在建工程	2015年在建工程	2017年在建工程	减少占资产总额的比例
东华能源	25	能源	16,745	325,175	677,126	－308,430	－32.26%
兴业矿业	82	材料	55,522	242,866	29,012	－187,344	－22.91%
皖维高新	72	材料	36,231	179,631	65,044	－143,400	－20.84%
新和成	21	医疗保健	68,384	179,928	104,452	－111,545	－19.66%
聚光科技	36	信息技术	11,349	47,346	47,116	－35,997	－18.25%
嘉泽新能	108	公用事业	4,937	119,720	162,807	－114,783	－16.93%
四川美丰	－43	材料	1,281	54,279	31,875	－52,998	－16.51%

（一）东华能源

东华能源致力于打造具备国际竞争力的烷烃资源综合运营商。根据自身业务情况和行业特征分为五个板块：液化石油气国内销售、液

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

化石油气国际贸易、LPG国内终端零售、新材料生产制造、液体化工仓储。

笔者发现东华能源2016年和2017年在建工程分别减少35亿元和31亿元，查看其年报和半年报得知，2016年转固46亿元，分别为扬子江石化年产120万吨丙烯项目及扬子江石化年产40万吨聚丙烯项目。同时可以猜测2017年的31亿元转固资产为宁波福基石化丙烷资源综合利用项目。如表4-19所示。

表4-19　东华能源在建工程

	2017－09－30	**2017－06－30**	**2017－03－31**	**2016－12－31**	**2016－9－30**	**2016－06－30**
报告期	第三季度	第二季度	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业收入	8,976.15	8,490.72	5,870.53	6,182.21	4,758.27	5,282.77
营业成本	8,410.47	7,927.76	5,364.28	5,859.22	4,309.13	5,018.98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017－09－30	2017－06－30	2017－03－31	2016－12－31	2016－9－30	2016－06－30
毛利	565.68	562.96	506.25	322.99	449.14	263.79
毛利率	6.30%	6.63%	8.62%	5.22%	9.44%	4.99%
营业税金及附加	5.18	8.23	4.89	14.43	0.33	－0.76
销售费用	60.10	62.20	50.69	55.18	52.53	30.78
管理费用	26.28	25.82	24.46	52.28	59.24	38.49
财务费用	85.60	161.05	106.85	100.85	94.11	59.95
资产减值损失	8.40	－0.15	5.49	－30.75	14.49	18.67
净利润	339.84	276.58	216.77	104.65	199.06	96.50
净利率	3.79%	3.26%	3.69%	1.69%	4.18%	1.83%

扬子江石化项目于2015年投料试车，2016年2月转固，已于2016年进行催化剂及反应器内件更换、装置优化、消缺等工作，为装置的稳定长周期运行打下了坚实的基础。宁波新材料装置已于2016年11月一次性投料试车成功，2017年4月转固。目前张家港新材料和宁波新材料两套装置运行平稳，产销情况良好。

那么很明确，这两次转固共计三个项目，投资额约为66亿元，那么这个66亿元的投入产出如何呢？从三季报来看公司收入新高，达到89亿元，但是毛利率仅6%，好在净利润也是极度新高，净利率约3.79%。

（二）兴业矿业

公司主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼。公司的主要产品是银精粉、铜精粉、锡精粉、锌精粉、铁精粉及铅精粉，同时还根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所开采矿石的伴生金属情况生产的铋精粉和钨精粉等产品矿均为有色金属冶炼企业冶炼金属的原材料。

根据在建工程变动情况，公司在建工程余额由24亿元变动为5亿元，即有近20亿元的在建工程转为固定资产。查询半年报可以知道，公司转固的资产包括井建工厂、土建工厂、选矿工程等，看得笔者一头雾水，结合公司的性质，猜测是某个矿投产了。

参考公司2017年半年报管理层分析内容可知：目前下属子公司银漫矿业为国内最大的单体银矿，亦是国内最大的白银生产矿山，年采选白银193吨，于上半年投产。

投产效果来看，银漫矿业上半年实现营业收入2.79亿元，净利润9，113.92万元；银漫矿业于2017年8月1日取得了安全生产许可证，目前井下已进入全面开采状态，选厂彻底摆脱了对副产矿的依赖，主要金属品种锡、银、锌及铜入选品位可分别提高50%、36.36%、118.75%及90%，经营业绩有望在8月-12月得以大幅提升。

这大概也是公司上半年实现营业收入80，297.26万元，比2016年同期增长236.66%；实现利润总额28，053.79万元，比2016年同期增长850.24%的主要原因。

（三）皖维高新

公司主要从事聚乙烯醇（PVA）、高强高模聚乙烯醇（PVA）纤维、PVA水溶纤维、PVB树脂、PVA光学薄膜、醋酸乙烯、VAE乳液、聚酯切片、醋酸甲酯、利用电石渣生产的水泥熟料及环保水泥，以及其他PVA相关的衍生产品、中间产品和副产品等的研发、生产与销售。公司聚乙烯醇（PVA）产品的产销量和市场占有率均超过国内市场的30%以上，高强高模聚乙烯醇（PVA）纤维产品产销量达国内总量的80%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国际市场占有率为45%左右，其他产品如水泥、熟料、可再分散性胶粉、PVB树脂已成为同行业的知名品牌。

2017年上半年固定资产减少约15亿元，查看其半年报可以知道是维科技10万吨/年特种聚乙烯醇树脂项目（又是一头雾水的化工类项目），其实际转固金额为18亿元。

同时笔者查找公司半年报的描述，10万吨/年特种聚乙烯醇树脂项目于2017年4月正式投入生产运营，并于当月转入固定资产核算，报告期已累计生产聚乙烯醇产品3万多吨，为公司上市20周年递交了一份厚礼。主要参股控股描述，内蒙古蒙维科技有限公司主营聚乙烯醇、电石等产品。截至2017年06月30日，该公司资产总额376，216.52万元，净资产221，164.55万元，2017年1-6月实现净利润3，124.44万元。

该项目达产后收益如何呢？好在这个项目是公司非公开发行募集资金建造的，且2017年上半年刚刚发行完成，根据其2016年的募集预案，达产后收入可以达到19亿元，净利润约2.7亿元。

公司半年报披露：2017年1-6月，公司实现销售收入214，907.27万元，比上年同期增长27.07%；实现归属母公司净利润7，325.07万元，比上年同期增长19.36%。向广大投资者交出了一份满意的答卷。

三、半年报在建工程余额较大的企业

前面提到通过查看2017年上半年在建工程大额转固的企业，判断其收入接下来会大概率增长。那么笔者还可以把视角提前，发现那些存在大额在建工程的企业，且工程进度达到80%的企业，提前预判和跟踪企业的投产情况，以便于提前预判。当然，还是要考虑在建工程与非流动资产的比例，来判断在建工程投产后收入的弹性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四节 ROE，巴菲特最爱的指标，如何通过ROE选股

股神巴菲特曾在致股东的信中讲过，如果非让他用一个指标进行选股，他就用ROE。他表示ROE能常年持续稳定在15%以上的公司都是好公司，可以考虑买入，ROE超过30%则是凤毛麟角。

一、ROE的计算

ROE计算非常简单，直接用净利润与股东净资产的比值，净资产是归属于企业股东的资产，净利润是该部分净资产带来的收益，那么ROE可以理解为股东要求的投资回报率。比如一家净资产1亿元的公司，一年的净利润为2000万元，那么该公司的ROE就是20%。

在ROE诞生的一百年后，中国证监会2006年5月8日起施行的《上市公司证券发行管理办法》第十三条指出：向不特定对象公开募集股份（简称“增发”），还应当符合：三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。想增发可以，但是ROE不能低于6%。这个强制性规定看似很严格，但是ROE为6%意味着什么呢？

假设你有100元，你把100元放在支付宝里，一年的存款利率是4%，那么这100元一年的净资产收益率就是4%。假设你可以借款，借款利率是2%，你可以借100元，200元放在余额宝一年的ROE就是6%。所以ROE不低于6%似乎不是一个很高的要求。

当然，导出A股的3840多家公司，计算其2012年至2016年的平均ROE发现，有300多家公司的ROE是小于零的（ROE小于零只有一种可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能，就是亏损了）。剔除这部分拖后腿的公司后，整个A股市场的平均ROE居然达到12.96%。

分行业来看，在ROE方面，银行业最高，五年平均ROE为17.39%。但超过市场平均ROE的仅11个行业，ROE排名前列的还有传媒、医药生物、电子、建筑装饰、轻工制造、家用电器和汽车等，均超过14%，这也是市场中市值最高的公司行业主要分布区。在17个ROE低于市场平均ROE的行业中，采掘和钢铁不幸垫底，此外国防军工、建筑材料、综合等均低于10%，大多是周期性行业，也在此证明此类行业很难有长期牛股（可以投机，别投资）。如图4-9所示。

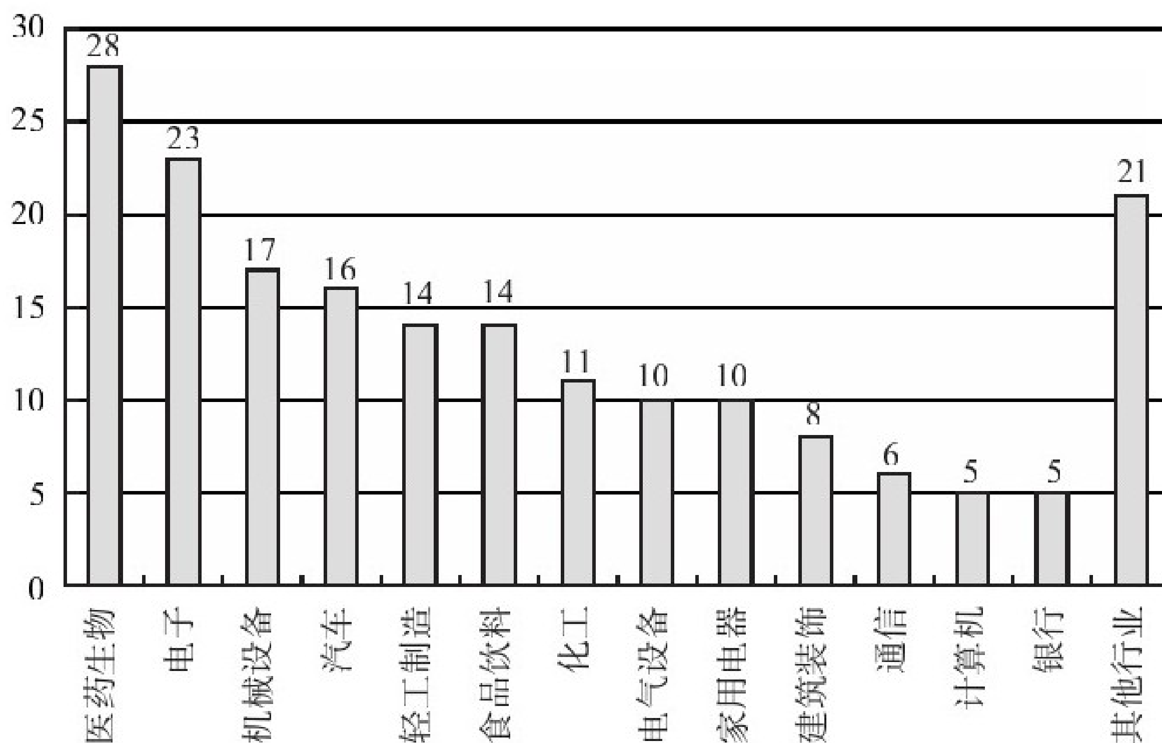


图4-9　ROE连续六年大于15%的行业分布

如果在把行业再次细分，比较同行业的细分行业。比如同是食品饮料的白酒与啤酒和葡萄酒的ROE竟然相差数倍，家用电器中冰箱企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的ROE高于冰箱和彩电，汽车产业链中零部件企业的ROE居然高于整车，金融行业中银行远远领先证券和保险。如表4-20所示。

表4-20　同行业的细分行业ROE

行业	五年平均 roe
食品饮料－饮料制造－白酒	17.54
食品饮料－食品加工－食品综合	16.22
食品饮料－饮料制造－软饮料	14.44
食品饮料－食品加工－调味发酵品	14.23
食品饮料－饮料制造－其他酒类	12.59
食品饮料－食品加工－乳品	12.47
食品饮料－食品加工－肉制品	11.21
食品饮料－饮料制造－啤酒	6.58
食品饮料－饮料制造－葡萄酒	5.40
食品饮料－饮料制造－黄酒	7.31
家用电器－百色家电－冰箱	19.18

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行业	五年平均 roe
家用电器－白色家电－空调	15.79
家用电器－白色家电－小家电	15.89
家用电器－白色家电－洗衣机	14.41
家用电器－视听器材－彩电	11.81
家用电器－白色家电－家电零部件	12.87
家用电器－视听器材－其他视听器材	10.74
汽车－汽车零部件Ⅱ－汽车零部件Ⅲ	14.87
汽车－汽车服务Ⅱ－汽车服务Ⅲ	14.88
汽车－汽车整车－乘用车	13.63
汽车－其他交运设备Ⅱ－其他交运设备Ⅲ	13.31
汽车－汽车整车－商用载客车	11.47
汽车－汽车整车－商用载货车	8.25
银行－银行Ⅱ－银行Ⅲ	17.39
非银金融－证券Ⅱ－证券Ⅲ	10.77
非银金融－多元金融Ⅱ－多元金融Ⅲ	11.55
非银金融－保险Ⅱ－保险Ⅲ	9.59

ROE很多时候并不是一个优秀的选股指标，因为行业千差万别，“差之毫厘，谬以千里”，ROE还可能还是一个选股的陷阱。高ROE的来源不同，自然代表的含义也千差万别。

回到净资产收益率的公式，净资产收益率=（净利润/销售收入）×（销售收入/总资产）×（总资产/股东权益）=净利率×资产周转率×权益乘数。如何提高一家公司的ROE呢？

最稳妥、最让人羡慕的方式莫过于提高净利率。然而提高净利率却最难，因为市场和行业确定了产品的毛利率，你能改善的空间只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

费用。提高资产周转率，比如薄利多销，这又跟提高净利率相违背，又或者即使降价销售，但是由于市场空间有限，很难提高收入和资产周转率，反而事与愿违。提高权益乘数，增加借贷金额，但是增加借贷的同时，资产总额也在增加，又降低了资产周转率。看似一个简单的指标，却蕴含着无数的秘密。

时至今日，却很少见到用ROE分析公司，处处是急躁、是快钱、谈市场空间、谈主题投资。

二、从ROE看困境反转企业

提出困境反转型概念的，是美国投资大师彼得·林奇，其实际投资案例很多，最典型的是克莱斯勒。美国第三大汽车公司克莱斯勒因为经营方向失误，造成持续亏损，股票价格最低跌至1.5美金。但是在艾科卡入主后，公司重现生机，彼得·林奇在1985年，开始以6美金大量买入，投入基金最大份额去购买克莱斯勒。不到5年的时间，克莱斯勒股票价格上涨了8倍，如果按照最低点计算，上涨32倍。可见困境反转股投资的魅力。

彼得·林奇说：“困境反转是指受到严重打击、面临巨大困境、濒临破产边缘的企业。它的过去是优秀出色，众人追捧的；它的现在是伤痕累累，亏损严重的；它的未来不确定，是存在巨大危机的。但如果选对了困境反转企业，其回报大得惊人，并且其股价走势基本和整个市场的大盘起伏无关。”

遭遇困境的企业有各种各样的原因。比如行业突发原因，像三聚氰胺引起的奶粉业的困境、塑化剂导致白酒的困境等；企业自身原因，像瘦肉精事件导致双汇陷入危机、互联网企业进入CDN对网宿科技的冲击等；强周期性行业陷入低谷，全行业经营困难、亏损，比如煤炭行业、水泥行业和钢铁行业等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

困境反转股为什么吸引人？因为此类股票爆发的让人震惊。比如2008年的三聚氰胺事件导致乳制品全行业陷入经营困境，伊利股份的股价跌至6.5元左右，总市值仅为50亿元左右。2015年总市值接近1400亿元，7年增加25倍左右。2012年前后中央开始限制三公消费，2013年爆发的塑化剂事件对白酒行业是致命的一击，贵州茅台股价腰斩低至120元附近，4年后的茅台复权后股价已经在700元以上，4年上涨6倍左右。

如何投资困境反转企业，要是能对行业有预期及把握，自然只需要在行业变好的时候买入就好了。但是笔者不是圣人，更不能预测未来，不适合笔者平常人。笔者给大家提供一种滞后的判断方式：ROE变化。关于ROE笔者分析过，困境反转的企业在ROE上一定会有反映。

净资产收益率=净利润/净资产=（净利润/总资产）×（总资产/净资产）=（净利润/销售收入）×（销售收入/总资产）×（总资产/股东权益）=净利率×资产周转率×权益乘数

笔者带大家思考一下，遇到困境的企业ROE的变化：

• 首先是收入下滑带来毛利下降，而费用相对刚性，那么净利率肯定下滑，带来ROE下滑。

• 由于收入下滑，那么资产周转率肯定下降，带来ROE下滑。

• 公司资产周转率下降，大概率会举债，那么权益乘数（总资产/所有者权益）大概率是上升，那么ROE的变动方向取决于三个驱动因素变动大小。

困境反转之后，公司收入稳步增长，净利率一定回升；资产周转率加快，虽然不能恢复到困境前水平，但是较最低值一般大幅上涨；权益乘数理论上维持在较高水平，很难较快的下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

查看伊利股份的季度ROE变化，2007年至2009年季度的ROE变化基本符合以上分析。在2009年一季度明显转好，且二季度维持在较好局面。可以预判在2009年一季报出来后可以介入股票，价格在2元左右。如图4-10所示。

当然财报分析和ROE分析永远都是辅助性的，更重要的是跟踪行业的变化、企业管理层的情况等要素来判断是否是困境反转。

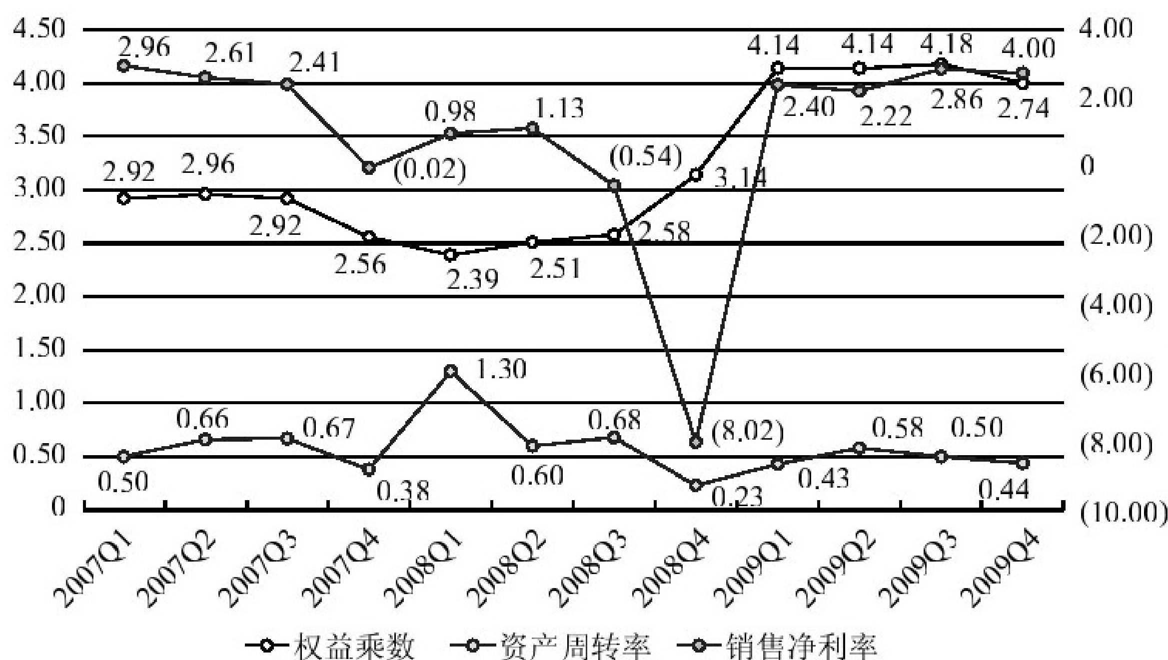


图4-10 伊利股份季度ROE变化

第五节 研发支出，不仅仅是文字游戏

笔者以前从事审计工作时，对于研发费用的审计个人感觉是非常无力的，因为笔者一个财经毕业的学生去判断企业的研发项目比较困难，而企业研发费用的多少、是否进行资本化等内容的判断主要是依赖管理层提供的信息，而管理层提供的信息基本都是基于他们的判断和利益驱动，因此研发费用的审计一直让人无奈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，在各种分析师研报中，很多人喜欢分析企业的研发投入，研发投入预示着企业的长期竞争力，研发费用支出越高，理论上企业以后的产品竞争力应该越强，然而真的可以这么简单的量化吗？

企业有没有理由做高费用研发呢？动机何来？来源我国的税法鼓励性规定。

在高新技术企业认定中，《高新技术企业认定管理办法》规定：企业近三个会计年度（实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同）的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合如下要求：

• 最近一年销售收入小于5000万元（含）的企业，比例不低于5%。

• 最近一年销售收入在5000万元至2亿元（含）的企业，比例不低于4%。

• 最近一年销售收入在2亿元以上的企业，比例不低于3%。

通过高新技术企业认定后，企业的所得税税率由25%调整成15%，降低十个点。有个朋友私下跟笔者交流，研发费用占比多少是相对合理的。笔者觉得高新技术企业的认定比例就是一个门槛，至于比例为什么是3%～5%，大家可以考虑减免的税收比例来判断。大意就是保证国家减免的税收都应该用于研发投入，利益从来都不是白给的。

在《企业开发费用税前扣除管理办法》（国税发[2008]116号）中，企业根据财务会计核算和研发项目的实际情况，对发生的研发费用进行收益化或资本化处理的，可按下述规定计算加计扣除：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一是研发费用计入当期损益未形成无形资产的，允许再按其当年研发费用实际发生额的50%，直接抵扣当年的应纳税所得额。

二是研发费用形成无形资产的，按照该无形资产成本的150%在税前摊销。除法律另有规定外，摊销年限不得低于10年。

意思是企业核算应缴纳的所得税时，企业的研发支出可以150%扣除，假设企业的研发支出为企业营业收入的6%时，相当于减少6%×0.5=3%的营业收入的成本。

企业的研发费用包含哪些内容呢？包括为了做研发所支出的所有费用，员工的日常花费、研究设备、材料的投入、研发办公楼的折旧、修理等，甚至是研发人员请女朋友看电影也使用公司发放的福利电影票等。

会计上，研发费用的处理主要是区分资本化和费用化的问题。资本化和费用化的区分是为了试图解决企业利润调节问题，因为费用化影响当期净利润，资本化可以把这个影响推迟在未来5～10年平均摊销。

简单来说，就是把企业研发阶段分为研究阶段和开发阶段，研究阶段的支出全部费用化，开发阶段的支出满足五个条件的才能资本化。《企业会计准则第6号——无形资产》第九条规定：企业内部研究开发项目开发阶段的支出，同时满足下列条件的，才能确认为无形资产：

（1）完成该无形资产以使其能够使用或出售在技术上具有可行性。

（2）具有完成该无形资产并使用或出售的意图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）无形资产产生经济利益的方式，包括能够证明运用该无形资产生产的产品存在市场或无形资产自身存在市场，无形资产将在内部使用的，应当证明其有用性。

（4）有足够的技术、财务资源和其他资源支持，以完成该无形资产的开发，并有能力使用或出售该无形资产。

（5）归属于该无形资产开发阶段的支出能够可靠地计量。

实务中，面对五个没有量化的条件，才是管理层能调节当期利润的根本原因。因为这些判断条件基本需要高度依赖公司管理层主观判断，管理层是否存在通过研发支出资本化进行盈余管理动机审计师也是无奈的很。

同时，笔者要对那些研发费用支出中资本化金额较高的企业保持警惕，因为对于业绩一般或者不好的公司来说，研发支出资本化是一种可行且容易蒙混会计师的方法。

因此需要提防那些研发支出资本化比例较高的企业，它的盈利可能只是泡沫，随时会有幻灭的可能。

但是，在部分需要不断投入研发的行业中，研发投入尤为重要，比如医药企业。在2016年研发费用超过5亿元的医药企业仅仅有七家，恒瑞医药和复星医药双龙戏珠，均超过11亿元。但是在会计处理上，可以看到恒瑞医药保守很多，全部予以费用化。海正药业独居第三，但是其市值仅仅为157亿元，要不是资本化一部分，可能还会亏损，不清楚管理层是怎么想的。此外，科伦药业连续多年的坚持投入仿佛有了水花，最近市值不断上涨。如表4-21所示。

表4-21　2016年研发费用超过5亿元的医药企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券简称	2016年本期费用化研发支出（亿元）	2016年资本化研发支出（亿元）	2016年研发支出合计（亿元）	资本化占比	2016年研发支出总额占营业收入比（%）	总市值	营业收入占亿元	净利润亿元
恒瑞医药	11.84	–	11.84	0.00%	10.68	1,999	111	26.34
复星医药	7.15	3.91	11.06	35.38%	7.60	1,052	146	32.21
海正药业	4.11	3.64	7.75	46.97%	7.96	157	97	0.62
上海医药	6.54	0.16	6.71	2.42%	5.40	597	1,208	38.32
科伦药业	5.47	0.66	6.13	10.72%	7.16	342	86	6.24
健康元	5.87	0.21	6.09	3.48%	6.26	212	97	9.74
人福医药	3.22	1.80	5.02	35.90%	4.07	123	123	10.80

比如电子行业，忽然发现，2016年股票涨的好的基本上研发支出总额都是名列前茅的。京东方、海康威视、大华股份、大族激光等。如表4-22所示。

表4-22　电子行业研发支出总额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券简称	2016年本期费用化研发支出（亿元）	2016年资本化研发支出（亿元）	2016年资本化研发支出合计（亿元）	资本化占比	2016年研发支出总额占营业收入比（%）	2016年净利润（亿元）
京东方A	32.20	9.20	41.39	22.22%	6.01	20.45
海康威视	24.33	–	24.33	0.00%	7.62	74.20
欧菲光	12.41	2.07	14.48	14.28%	5.41	7.17
大华股份	14.25	–	14.25	0.00%	10.69	18.10
蓝思科技	13.84	–	13.84	0.00%	9.09	12.05
歌尔股份	10.24	3.15	13.39	23.54%	6.94	16.09
深天马A	10.78	–	10.78	0.00%	10.04	5.69

证券简称	2016年本期费用化研发支出（亿元）	2016年资本化研发支出（亿元）	2016年资本化研发支出合计（亿元）	资本化占比	2016年研发支出总额占营业收入比（%）	2016年净利润（亿元）
立讯精密	9.32	–	9.32	0.00%	6.77	11.82
环旭电子	8.84	–	8.84	0.00%	3.69	8.06
北方华创	5.85	1.73	7.58	22.82%	46.72	1.38
长电科技	6.38	–	6.38	0.00%	3.33	–3.16
大族激光	5.73	0.13	5.85	2.17%	8.41	7.54
长盈精密	4.83	–	4.83	0.00%	7.90	7.00
紫光国芯	1.92	2.52	4.44	56.80%	31.29	3.33
三安光电	4.43	–	4.43	0.00%	7.06	21.67

有时候，您不得不承认，还真有研发支出的风口，背后却是市场对真正好企业的无限苛求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六节 股票回购，股价低的自家人都看不下去了

标普500的指数在2010年至2018年的区间涨幅为132%，像一头永不回头的老牛，稳步向前，从1000多涨到近2872。纳斯达克指数在2010年至2018年的区间涨幅为200%，几乎没什么回撤。

羡慕吗？非常羡慕。但是大家思考过为什么吗？是因为美股上市公司的盈利能力吗？肯定不全是，因此企业盈利跟国家GDP息息相关，美国公司并没有那种超越全球的盈利能力。

2016年年初时，高盛发布研究称：股票回购是拉动美股反弹的唯一原因。彼时彼刻，多家美国上市公司相继宣布股票回购计划。亚马逊称要回购约50亿美元的股票；联邦快递表示将回购10%在外流通股，共计2500万股；IBM在2015年推出过150亿美元的回购计划；苹果更是年年回购……

按照路透社的统计，自2010年以来一直在进行股票回购的美国上市公司有1900家，占比60%。根据标普道琼斯公司的数据，从2009年到2016年9月，标普500公司已经在回购股票上花费了3.24万亿美元。

镜头拉近一些，看看毗邻的中国香港。据统计，2017年以来港股公司一共发生了1713笔回购。其中，9月份发生248笔，占比14.48%。从2017年以来的累计回购金额来看，地产股占主导地位。长实集团以69.82亿港元的累计回购金额居于首位；其次是中国恒大，累计回购金额为62.88亿港元；碧桂园居于第三位，累计为12.42亿元。

股票回购是指上市公司利用现金等方式，从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。相比较美股和港股宽松的回购环境，在A股回购并不常见。因为笔者的监管部门永远为广大小散着想，为回购制定了严厉的条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比如公司法143条规定，公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：

（一）减少公司注册资本。

（二）与持有本公司股份的其他公司合并。

（三）将股份奖励给本公司职工。

（四）股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。

公司因前款第（一）项至第（三）项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在六个月内转让或者注销。公司依照第一款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。

在A股，上市公司回购股票几乎都是为了做股权激励。

为什么要回购呢？通常认为回购的好处有四个：

一是公司股价被严重低估，采取回购的方式向市场传递股价被低估的信息，从而提升股价。

二是公司存在大量闲置资金，回购一部分股票注销可减少分红压力，增强每股盈利。

三是通过回购增强控制权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

四是借助回购推动上市公司实施股权激励。

为什么美股、港股回购可以带来股票的上涨，因为上市公司回购股票后予以注销，股份的减少相应提高了每股盈利水平和股票投资价值。

笔者统计了2012年至今的回购案例，公布预案的公司家数由2012年的2家到2017年的424家，可以说呈现出爆发的态势。回购金额由19亿元增加至2015年的266亿元（因为股灾）。实际回购金额2015年最高，为248亿元。如图4-14所示。

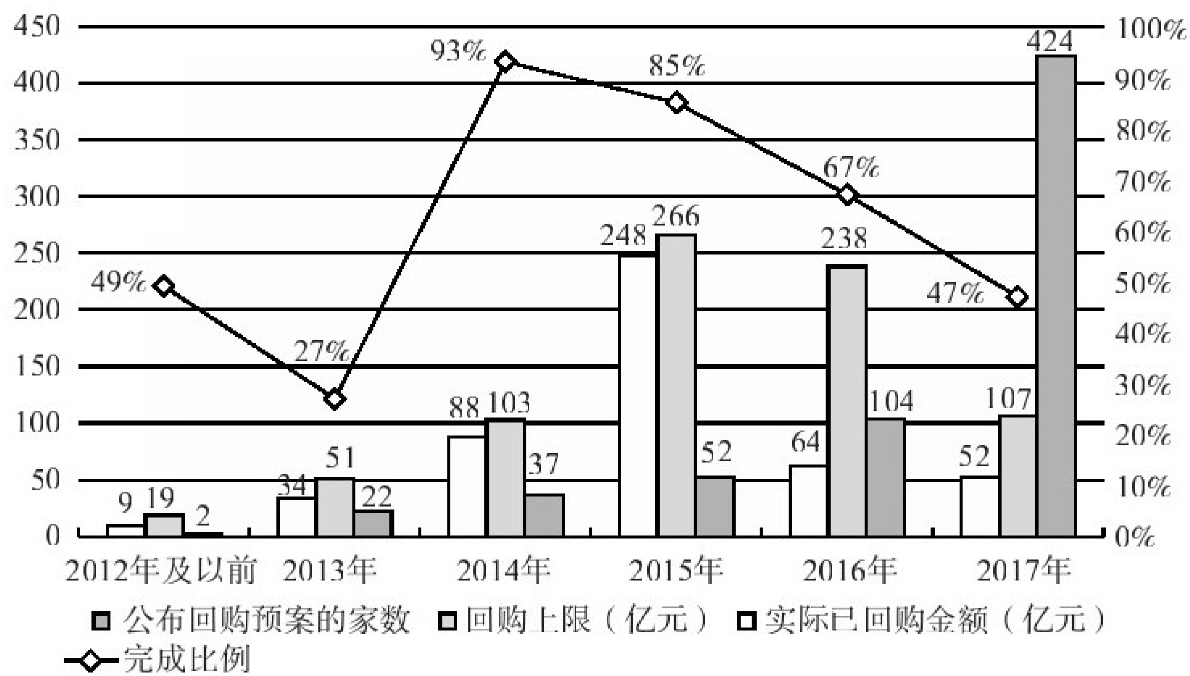


图4-14 上市公司回购股票情况

在上市公司行为中，从利好程度来看：回购注销＞回购股票做股权激励=员工集资购买股票＞增发做股权激励＞不作为＞股票减持。

京东方在2016年7月15号发布回购预案：公司本期回购股份的资金规模不超过人民币11亿元，根据回购资金规模及回购价格情况，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预计本次回购股份的数量不超过45，000万股，占公司目前已发行股份总数的1.28%。公司确定本次回购A股股份价格为不高于人民币3元/股（即截至2015年12月31日经审计的每股净资产的1.36倍），本次回购B股股份价格为不高于等值人民币3元/股（汇率为回购前一工作日的港币对人民币汇率中间价）。

于是京东方的公告画风变成了这样，如表4-23所示。

表4-23　京东方的公告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公告日期	标题
2017－08－29	京东方 A：关于回购部分社会公众股份注销完成暨股份变动公告
2017－08－22	京东方 A：关于回购部分社会公众股份实施完毕公告
2017－08－12	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－08－03	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－07－04	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－06－03	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－05－04	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－04－06	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－03－02	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－02－07	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2017－01－04	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2016－12－03	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2016－11－03	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2016－10－11	京东方 A：关于回购部分社会公众股份事项的进展公告
2016－09－21	京东方 A：关于回购部分社会公众股份的公告
2016－09－20	京东方 A：回购公司部分社会公众股份报告书
2016－09－20	京东方 A：北京市竞天公诚律师事务所关于公司回购部分社会公众股份的法律意见书
2016－09－02	京东方 A：关于回购公司部分股份并注销债权人通知的公告
2016－07－15	京东方 A：关于回购部分社会公众股份的预案

截至2017年8月18日，回购期限已满，公司累计回购股份情况如表4-24所示，花了十亿多，由于A股不断上涨，只能回购B股了。

表4-24　公司累计回购股份情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回购股份种类	A股	B股	合计
累计回购股份数量	88,692,299股	265,976,681股	354,668,980股
累计回购股份数量占总股本比例	0.2523%	0.7566%	1.0089%
回购最高价	2.92元/股	3.45港元/股	-
回购最低价	2.36元/股	2.12港元/股	-
支付总金额（含佣金等费用）	226，525，285.07元	799，996，931.17港元	-

于是京东方的股价走势如图4-15所示，公告回购股票以来京东方股价上涨了176%。

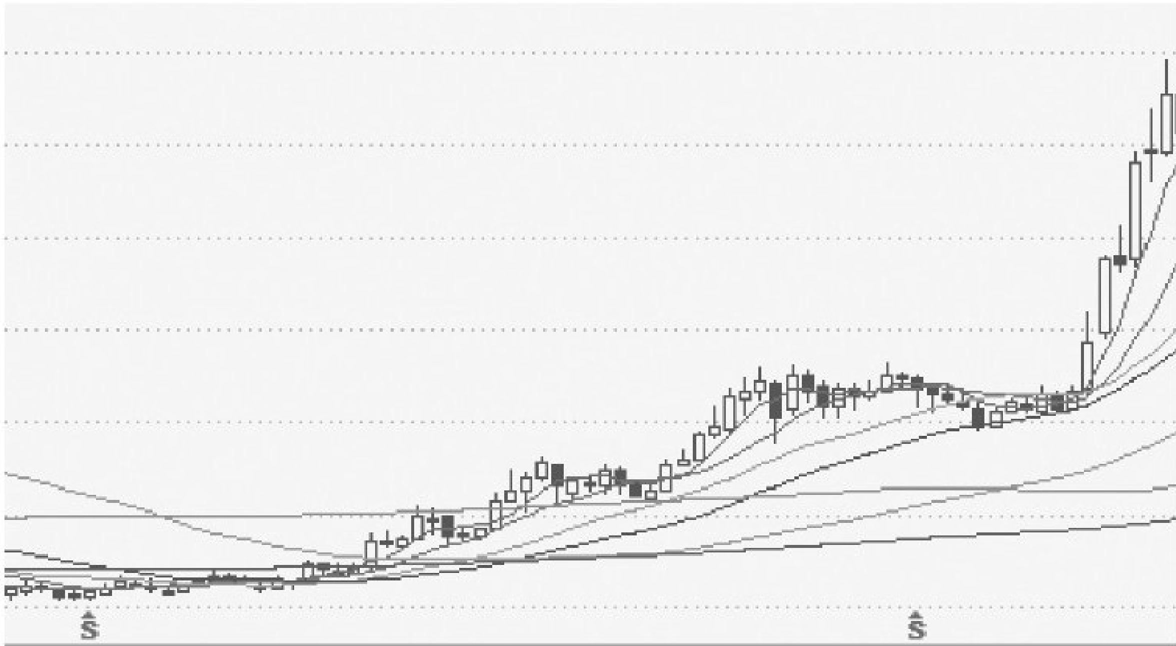


图4-15　京东方的股价走势

当然你不可能指望每一个回购的公司股价都能涨成这样，毕竟从京东方回购开始就占尽了天时地利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章 警惕财务陷阱

上市公司实现净利润的多少是反映其盈利能力的重要指标，也影响着上市公司再融资、退市甚至是股价的涨跌等。因此，有些上市公司存在调节利润的行为，其调节方向基本是调增利润，即使存在调减利润的情况，也是为了以后更好的调增，关键是分析上市公司管理层的动机。

本章重点谈上市公司调节利润的手段。笔者知道，简化的利润表可以写成：

净利润=营业收入-营业成本-三项费用-资产减值损失+投资收益+营业外收支-所得税费用

有这个公式在，利润调节手段就是科目的简单加减了，大抵有调增营业收入、投资收益、营业外收入，或者调减营业成本、三项费用、资产减值损失等。近些年，虽然上市公司利润调节的手段不断与时俱进，但是万变不离其宗，投资者须认真识别，从账面利润中分析个中原因。

不过，由于会计处理本身存在主观判断，有些调节利润并非刻意作假，而是处理人的立场和判断不同，因此本书仅列举一些常规手段用于说明问题，不对公司本身做出评判。

第一节 上市公司的利润调节手段

上市公司的利润调节手段如下：

一、会计估计变更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会计估计是指对结果不确定的交易或事项以可利用的信息为基础所做出的判断，在“可利用的信息”发生变更时，会计估计应该发生变更。会计政策，是指企业进行会计核算和编制会计报表时所采用的具体原则、方法和程序，一般能提供更可靠、更相关的会计信息时，会计政策就会发生变更。

由上述内容可知，会计估计和会计政策变更与否，基本取决于上市公司自身。因此，会计估计和会计政策变更是上市公司调节利润的常见工具。

举个例子，老王肉夹馍10万元新进一个烤馍机，想着可以用两年，那么每年的折旧是5万元，后来因为利润表不好看，于是调整成用四年，每年的折旧就是2.5万元。于是，前两年每年多了2.5万元利润。这个调整折旧年限就是一种会计估计的变更。

重要而且常见的会计估计如下：

（一）应收款坏账准备

比如应收账款坏账准备计提政策，一年以内的坏账计提比例由5%调整至3%，这意味着10亿元的应收账款可以调增为2000万元的利润总额。

公司A发布了关于会计估计变更的公告，为更加客观公正地反映公司的财务状况和经营成果，如实反映公司业务结构调整升级后客户群在质量和信用特征方面的变化，结合公司业务的实际情况并参考同行业上市公司的情况，拟对以账龄为组合的应收款项重新评估其信用风险，重新确定坏账准备的计提比例。公司A同时公告，基于2016年12月31日应收账款及其他应收款的余额及账龄结构进行测算，将影响公司2016年度净利润14，864.68万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司仅仅修改了一年以上应收账款的计提比例，均减半，比如1～2年的比例由10%的比例调整为5%。这样简单的一改，可以为2016年增加1.49亿元的利润，由此也可以推断出公司一年以上的应收账款金额很高。

当然坏账准备计提比例变更影响最大的为变更当年，以后年度几乎没什么影响，属于一次性手段。

（二）固定资产的折旧方法

固定资产折旧方法变更跟应收账款坏账准备变更不同，固定资产折旧方法变更可以影响变更以后每年的利润，其影响结果是：前几年增加利润，会相应减少后几年的利润，是寅吃卯粮的手段。

公司B公告，为了更加公允地反映公司的资产状况及经营成果，使固定资产的折旧年限与实际使用寿命更加接近，固定资产折旧计提年限更加合理，通过对比同行业公司的固定资产折旧年限，现对公司线路资产的折旧年限进行调整。由原来的8年折旧年限调整为8～15年，可以减少2017年折旧金额3.54亿元，增加2017年净利润3亿元。

寅吃卯粮的结果就是，从某一年起，企业要承担晚计提折旧的部分，降低以后年度的净利润。

（三）投资性房地产的后续计量

这是指企业在资产负债表对投资性房地产进行后续计量所采用的会计处理。比如企业对投资性房地产的后续计量是采用成本模式，还是采用公允价值模式。模式的改变会影响会计处理方式，从而影响净利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比如公司C发布公告称：为了更加客观地反映公司持有的投资性房地产的真实价值，增强公司财务信息的准确性，公司决定对持有的投资性房地产的后续计量模式进行会计政策变更，即由成本计量模式变更为公允价值计量模式。

影响效果呢？公司披露：本次会计政策变更将增加公司2015年合并净利润约6，766.64万元，增加公司2015年年末合并所有者权益约6，766.64万元，增加公司2016年度1月-4月合并净利润约12，315.23万元。政策轻轻一变，两年多了将近2亿元的净利润，当然对于2016年全年来说，更是多了2.6亿元的净利润。

其他变更还包括：

（1）合同完工进度的确定。

（2）长期股权投资的后续计量，是指企业取得长期股权投资后的会计处理。比如企业对被投资单位的长期股权投资是采用成本法，还是采用权益法核算。

（3）借款费用的处理，是指借款费用的会计处理方法，即是采用资本化，还是采用费用化。

（4）无形资产的确认，是指对研究开发项目的支出是否确认为无形资产。比如企业内部研究开发项目开发阶段的支出是确认为无形资产，还是在发生时计入当期损益。

当然，这些调整背后有很多原因，投资人须综合分析才能做出判断。

二、资产减值损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

俗话说："资产减值是个宝，怎么需要怎么搞。"根据净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-资产减值损失+公允价值变动损益+投资收益+营业外收入-营业外支出-所得税费用，可以知道，资产减值损失这个科目是与利润比较近的科目。

资产减值损失指什么呢？在任一会计期末，企业都要复核账上资产的账面价值，看看有没有迹象显示实际价值过低，甚至低于账面价值。如果低于账面价值，那么就需要计提减值，影响净利润。根据《资产减值》准则的规定：企业应当定期或者至少于每年年度终了，对各项资产进行全面检查，并根据谨慎性原则的要求，合理地预计各项资产可能发生的损失，对可能发生的各项资产损失计提资产减值准备。由于可以计提减值的资产科目特别多，所以资产减值损失科目就会是一个"东北大乱炖"，虽然喜欢乱炖，但是这种不在喜欢的范围之内。

像前面提到的应收账款坏账准备也属于资产减值损失，除此之外，存货、固定资产、无形资产、长期股权投资及商誉等均可以计提坏账准备。现在证监会对企业监管特别严格，企业需要对大额资产减值损失做专项说明，因此，很容易查询到相关信息，而且可以肯定大部分资产减值的计提都是相对合理、公允的。在判断是否是调节手段时，需要结合企业的动机。

近几年市场上常见的调整情况就是一年足额计提，然后希望来年不至于接连亏损。比如某公司A的主要业务为：合成氨为原料的系列氨加工产品的生产和销售，2015年由于其产品毛利率太低，大幅亏损。2016年前三个季度公司业务没有好转，继续亏损，由于连续两年亏损被ST几乎不可避免，所以可以预计公司2016年会大额计提减值，把能计提的都计提，来年业绩压力会小一点。果然公司A公布了减值准备公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

告，公告2016年度公司计提各类资产减值准备共计2亿元，其中主要是固定资产和存货跌价准备。

具体来看，关于固定资产减值，公司公告显示，公司部分固定资产存在减值，公司根据测试评估结果，计提固定资产减值准备共计将近2亿元。

关于存货跌价准备，公司公告存货主要系原材料、库存商品、包装物、低值易耗品。期末公司对存货进行全面清查后，按存货成本与可变现净值孰低计提存货跌价准备。经过清查和减值测试，库存商品存在跌价情形，公司按可变现净值低于成本的差额计提库存商品存货跌价准备3000万元。

从两次计提来看，都属于可控的内容，但是公司还是大额计提，大幅做低公司的利润。同时公司发布年报时，再次补计提减值准备。同时，公司A增加计提2016年度资产减值准备上百万元，补计提的为应收款项坏账准备。

补计提后，公司2016年合计亏损8亿多元，可谓是一次亏到底，亏到公司净资产为负。

因此，大家需要规避那些去年亏损、今年三季度还在大额亏损的企业了。如果这些企业靠自身及补贴不能实现盈利，那么，就会存在今年做低亏损的现象。

三、其他常见的小手段

（一）收入提前确认

收入提前确认很好理解，由于有着会计分期的概念，把本属于下一期的收入计入本期，就是收入的提前确认。从这点来看，期间收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是一定的，不会一直提前确认下去，因此存在收入提前确认的企业一定有提前确认的动机，而且只能解燃眉之急。

收入提前确认的手段有四种：

一是在收入存有重大不确定性时确定收入。

二是完工百分比法的不适当运用。

三是在仍需提供未来服务时确认收入。

四是提前开具销售发票，以美化业绩。

（二）在建工程推迟转固

有一些上市公司在建工程余额很大，而且连续多个季度维持在高位，进度维持在90%以上，但是一直没有转为固定资产。

这就是在建工程推迟转为固定资产调节公司利润的手法。这么做，目的有两个：

一是在建工程一般会产生利息费用，在在建工程未转固之时，利息费用计入在建工程，转固之后利息费用直接计入损益，影响净利润了。

二是在建工程转为固定资产时，会计提折旧，而产量往往需要时间爬坡，因此产品往往毛利率便宜，影响净利润。

举一个不太恰当的例子：

某公司2016年在建工程余额4亿元，项目进度为94%，但是2017年半年报中，该企业半年仅投入1000万元，相较于2016年3亿多元的投入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不太合理，而且进度更新为97%。

当然公司原预计投产时间是2016年年底，但是一推再推，在2017年9月29日，公司公告该项目试生产了。虽然该项目没有利息费用资本化，但是一旦转固，每年的折旧至少上千万元，这对一家2016年净利润仅为2000万元的企业的压力可想而知。

因此，合理推断企业存在推迟在建工程转固的可能性。

此类上市公司的特点可能是：连续多年在建工程余额较高，且每年变动金额较小。

（三）研发费用资本化

研发费是资本化还是费用化，其实本质的区别就在于前者是算入资产负债表中，逐渐来摊销费用，而后者则是算入利润表中，直接体现在当季利润中。所以通过资本化的处理方式，确实可以提高当季的净利润水平。

一般企业都会选择在行业景气度较高的时候用费用化来处理，而在景气度较低的时候用资本化来处理。

（四）营业外收入

营业外收入种类很多，但是主要还是地方政府的财政补贴。其主要形式有：

- 为上市公司提供补贴。
- 为上市公司降低税负。
- 给上市公司以利息减免和资产价值方面的优惠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再强调一遍，调节利润并非作假，而是会计处理存在会计师主观判断，因为准则存在主观判断，因此准则上就存在利润调节的空间，上市公司也是被迫为之。

第二节 商誉，你必须知道的六件事

商誉有以下六点需要重点关注：

一、商誉的产生——无收购，不商誉

在国内，公司收购资产时支付对价与标的净资产公允价值之间的差额确认为商誉。举个简单的例子，B公司收购A企业，A企业净资产公允价值为2亿元，但是B公司花了5亿元买了A，那么就需要确认3亿元的商誉。

二、商誉现状

从wind导出3381家企业的商誉金额，金额从2013年逐年增长，从该年底的2，140亿元增长到2017年上半年的11，915亿元，增长了5.57倍，呈现出爆发增长的态势。商誉金额占净资产的比例由2013年的1.18%增长至2017年的3.97%，看似比例不高，万亿商誉的归宿可能最终都是损益，那么影响的可是净利润。看商誉与净利润的比例，由2013年的8.42%暴增至2017上半年的66%（当然，净利润为半年数据，如果打折为33%）。如表5-1所示。

表5-1　上市公司商誉金额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
商誉	11,915	10,502	6,498	3,291	2,140
净利润	17,971	30,081	27,671	27,066	25,402
净资产	299,937	287,101	250,065	211,123	181,169
商誉/净利润	66.31%	34.91%	23.48%	12.16%	8.42%
商誉/净资产	3.97%	3.66%	2.60%	1.56%	1.18%

如果考虑把没有商誉的企业剔除，把金融业剔除，那么数据就会触目惊心。这些企业截至2017年上半年度商誉达到10，694亿元，占净资产的比例高达9.14%。而与净利润相比，2016年与2017年几乎持平，即实现的净利润刚好等于商誉余额。一旦发生大规模商誉减值，企业盈利会受到非常大的影响。如表5-2所示。

表5-2　有商誉企业商誉金额一览表

扣除银行和地产企业且账上有商誉的企业　　亿元

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
商誉	10,694	9,292	5,670	2,617	1,533
净利润	5,672	9,524	8,160	8,277	8,201
净资产	117,060	111,169	94,725	80,175	70,640
商誉/净利润	188.55%	97.57%	69.49%	31.61%	18.70%
商誉/净资产	9.14%	8.36%	5.99%	3.26%	2.17%

分行业来看，商誉占净资产比值较高的是教育业、住宿业和软件业及文体业等。商誉来源并购，而文体娱乐是并购最多的行业之一，尤其是轻资产行业，商誉动辄超过10亿元。如表5-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表5-3　商誉金额分行业情况

2017 年半年度　　亿元

证监会行业	商誉	归母净资产	净利润	商誉/净资产	商誉/净利润
教育	17	18	2	95%	784%
住宿和餐饮业	162	235	9	69%	1861%
卫生和社会工作	75	211	10	35%	776%
信息传输、软件和信息技术服务业	1,608	5,302	180	30%	891%
文化、体育和娱乐业	528	2,076	111	25%	474%
科学研究和技术服务业	64	300	10	21%	641%
租赁和商务服务业	312	1,457	95	21%	330%
批发和零售业	817	6,202	279	13%	292%
制造业	5,579	52,899	2,946	11%	189%
水利、环境和公共设施管理业	70	1,138	47	6%	149%
农、林、牧、渔业	51	865	31	6%	167%
综合	25	493	7	5%	355%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	278	5,585	150	5%	185%
交通运输、仓储和邮政业	165	5,583	297	3%	56%
采矿业	692	23,802	820	3%	84%
建筑业	253	10,894	678	2%	37%
总计	10,694	117,060	5,671	9%	189%

从单个企业来看，截至2017年半年度，有15家企业的商誉超过净资产。

三、商誉的后续处理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于商誉的后续处理，新准则规定：企业合并所形成的商誉，应当在每年年度终了进行减值测试。意思是即使过了业绩承诺期，依然需要进行减值测试。商誉广告词：商誉恒久远，减值永不完。由于上市公司对于商誉减值存在较大自由裁量权，同时没有统一的规则，即使存在谨慎性原则，使得使用商誉减值调节利润成为可能。即有些公司收购标的盈利不及预期，公司却不计提减值准备或者公司因当年扭亏无望，便通过大额计提商誉减值来为公司“洗大澡”，为未来业绩增长铺平道路。

自《上市公司重大资产重组管理办法》与《上市公司收购管理办法》修订以来，并购重组大幅增加，而高溢价、高业绩承诺的背景，导致上市公司商誉总值不断攀升。

四、商誉减值

既然每年都要进行减值测试，在万亿商誉悬顶之时，商誉减值也就不可避免了。根据wind数据，2013-2016年分别计提商誉减值损失17亿元、32亿元、77亿元和101亿元，减值金额占商誉金额的比值很低，在1%左右。看似金额不大，但是主要还是因为并购重组多在这两年，且企业一般都有三到四年的业绩承诺期，等到业绩承诺期一过，那是一种什么样的景象呢？如表5-4所示。

表5-4　2013-2016年分别计提商誉减值

	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
商誉	10,502	6,498	3,291	2,140
净利润	30,081	27,671	27,066	25,402
商誉减值	101	77	32	17
减值额占比	0.96%	1.19%	0.97%	0.79%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分企业来看，2013年最大的减值金额计提不过1.4亿元，并未引起市场关注；2014年的粤传媒5.7亿元和宇顺电子2.5亿元的商誉减值可以说开启大额减值的先河；直到2015年蓝色光标的2.05亿元商誉减值把大家的目光吸引过来。为什么蓝色光标2.05亿元商誉减值吸引力这么大，因为蓝色光标多年来一直投资，牛市中吸引无数目光。

2014年，粤传媒以发行股份和现金收购的方式收购香榭丽，支付对价为4.5亿元，确认大概1.6亿元的商誉。叶玫等20多名香榭丽原股东承诺香榭丽2014年至2016年的利润，分别不低于5683万元、6870万元及8156万元。其中，叶玫是香榭丽公司的总经理。看似不错的一桩姻缘日后被证明都是幻象。

随着香榭丽2014年和2015年连续两年未完成业绩承诺，香榭丽造假事件浮出水面，司法审计鉴定称，在2013年6月30日收购前，香榭丽以虚假合同和未完全履行的合同，虚增含税收入约2.25亿元；在2013年6月30日收购以后，香榭丽继续造假，虚增含税收入约4.16亿元。此外，司法审计鉴定显示，在2011年至2015年期间，香榭丽公司账面显示净利润约为1.15亿元，实际则净亏损4.33亿元。

2017年4月，粤传媒修正的2014年和2015年两年的财报显示，2014年粤传媒净亏损为4.5亿元，其中香榭丽净亏损1.53亿元；2015年粤传媒净亏损为0.54亿元，其中香榭丽净亏损为1.33亿元。2017年粤传媒半年报显示，香榭丽的亏损额为4684万元。

就在2018年1月25日，粤传媒公告称拟以1元的对价转让其持有的上海香榭丽广告传媒有限公司98.61%的股权，受让方是广州同乐投资有限责任公司。

这个案例虽然商誉已经不是重点，但是给不打算并购的企业提了醒：你看重对方的业绩承诺，对方拿的却是实实在在的股份和钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再举个例子，A公司是2015年大牛股，曾经使用近7亿元收购B公司100%股权，该收购事项形成商誉6亿多元。但收购仅仅过去一年，根据减持测试结果，该收购形成的商誉可回收金额变成了7000万元，一年商誉减值6亿元。

其背后的原因是A公司当年已经亏损，在2016年前三季度继续亏损，扭亏无望，于是计提商誉减值。这就是前面提到的：公司因当年扭亏无望，便通过大额计提商誉减值来为公司“洗大澡”，为未来业绩增长铺平道路。

启示：

万亿商誉悬顶，现在商誉的会计准则就不适合实际情况，要尽快修改准则，不然商誉迟早沦为上市公司套路散户的工具。

当然对于有大额商誉的公司，祝各位好运。万一哪天准则改成摊销法处理商誉，又会是利润大缩水的时代。

五、商誉减值的测试方法

根据企业会计准则的要求，资产存在减值迹象，应当估计其可回收金额，然后将所估计的资产可回收金额与其账面价值相比较，以确定资产是否发生了减值，以及确认相应的减值损失金额。

资产评估方法一般包括市场法、收益法和成本法。市场上一般选择使用现金流量折现法（DCF），即考虑这家被收购公司未来的现金流量，折现到现在的金额即为公司的价值。

DCF方法原理很简单，即将公司以后年度产生的现金流，选择合理的折现率，将现金流折现到现在时点作为企业的价值，然后跟商誉价值比较，看是否需要计提减值。因此DCF的关键：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一是在于预测企业未来的现金流，即企业的盈利预测。企业现金流越高，折现后的价值越高。

二是选择合理的折现率。折现率越高，折现后的价值越低。

由于企业的盈利预测、折现率的选择等，存在太多的调整，商誉不可避免地沦为上市公司利润调节的手段。

某公司披露上交所的问询函，其中提到：

2013年起，公司多次进行收购，商誉从2012年年底的0.53亿元增长至报告期末的21.71亿元，占总资产的比例达到33.04%。期间，你公司未对商誉计提减值准备。其中，公司投资A、B、C、D四家公司的商誉较高，分别为6.05亿元、4.82亿元、4.73亿元和3.63亿元。

公司A等标的公司被收购后的业绩未能达到溢价收购时的预测数。请你公司核实并补充披露：公司2013年至今收购并形成商誉的子公司最近一年又一期的经营情况和主要财务数据，并与溢价收购估值的前提假设和业绩预测情况进行比较分析，说明公司未对商誉计提减值准备的原因及合理性。

即上交所要求该公司披露商誉减值测试过程，尤其是投资的公司A。

公司A，成立于2000年2月25日，注册资本2200万元，主要从事中药产品的研制、生产和销售。2013年6月，该公司通过全资子公司以5亿元人民币收购其100%的股权。

分年份来看，2013年收购公司A时，预测2013年、2014年、2015年和2016年的净利润分别为3391万元、4479万元、5971万元和7715万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司2013年实现3566万元的净利润，超过预期3391万元，未计提减值。但是2014年仅实现净利润2980万元，仅实现2013年预测净利润的66%，依然未对商誉进行减值；2015年实现净利润1417万元，仅实现2013年预测净利润的32%，依然未对商誉进行减值；2016年实现净利润3112万元，仅实现2013年预测净利润的52%，但是公司依然未对商誉计提减值。

那么该公司是怎么做到不减值呢？根据商誉减值的具体方法，该公司在现金流预测时只需要提高净利润和选择较低的折现率基本就能实现商誉不减值的目标。

因此，该公司2013年、2015年和2016年做现金流预测时，预测净利率为12.19%～13.76%、17.07%～18.82%和24.6%～31.47%，折现率分别选择12.39%、11.76%和11.25%。于是，企业预测的净利率都翻倍了，折现率同时逐渐降低，在此种情况下，折现后的价值自然水涨船高，自然无需减值。如表5-5至表5-7所示。

表5-5　2013年DCF预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前提假设	预测期					永续期
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
收入指标	24,653.48	33,031.62	43,237.51	54,533.24	70,772.24	70,772.24
收入增长率	36.15	33.98	30.90	26.12	29.78	0
营业成本	4,001.65	5,257.28	6,844.14	8,618.87	10,880.51	10,882.63
毛利率	83.77	84.08	84.17	84.20	84.63	84.62
营业利润	3,989.78	5,269.82	7,025.47	9,080.23	12,694.32	12,791.10
净利润	3,391.31	4,479.34	5,269.10	6,810.18	9,520.74	9,593.32
净利率	13.76	13.56	12.19	12.49	13.45	13.56
营业净现金流量	-1,965.18	-1,963.34	2,822.52	4,173.51	5,873.66	9,640.07
折现率	12.39%	12.39%	11.88%	11.88%	11.88%	11.88%
营业净现金流量现值合计		50,994.43				
股东全部权益价值		50,757.75				

表5-6　2015年DCF预测

前提假设	预测期					永续期
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
收入指标	22,608.35	25,892.88	29,644.74	33,996.79	38,972.77	38,972.77
收入增长率	43.05	14.53	14.57	14.60	14.64	-
营业成本	30,81.07	3,542.46	4,074.55	4,688.29	5,396.30	5,396.30
毛利率	86.37	86.32	86.26	86.21	86.15	86.15
营业利润	45,38.99	5,342.79	6,268.13	7,337.96	8,626.82	8,579.71

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前提假设	预测期					永续期
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	3,858.14	4,541.37	5,327.91	6,237.26	7,332.79	7,292.75
净利率	17.07	17.54	17.96	18.35	18.82	18.71
营业净现金流量	46,32.94	4,403.22	3,423.09	5,732.29	6,970.64	8,726.77
折现率	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%
营业净现金流量现值合计	60,351.84					
股东全部权益价值	55,687.69					

表5-7　2016年DCF预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前提假设	预测期					永续期
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
收入指标	14,541.24	18,409.51	21,715.90	23,855.99	25,371.25	25,371.25
收入增长率	12.82	26.60	17.96	9.85	6.35	–
营业成本	2,797.63	3,708.52	4,403.49	5,127.99	5,127.99	5,127.99
毛利率	80.76	79.86	79.72	79.71	79.79	79.79
营业利润	3,577.45	5,179.88	6,746.49	7,984.74	7,984.74	7,984.74
净利润	3,040.83	4,402.90	5,734.52	6,787.03	6,787.03	6,787.03
净利率	20.91	23.92	26.41	26.65	26.75	26.75
企业自由现金流量	3,190.23	4,127.93	5,863.11	6,885.24	7,570.30	8,024.46
折现率	11.25%	11.25%	11.25%	11.25%	11.25%	11.25%
企业自由现金流量现值合计		61,254.92				
股东全部权益价值		57,172.16				

不过，企业预测如此高的净利润自然有企业的理由，也不排除折现率的可能。总之，在某些场景下，商誉是会被一些上市公司作为利润调节的手段，大家在选择上市公司时一定小心，能避开尽量避开，一旦企业盈利不及预期或者企业想“洗澡”，悔之晚矣。

六、收购时如何减少商誉金额

前面说过，公司收购资产时支付对价与标的净资产公允价值的差额确认为商誉，意思就是A企业净资产账面公允价值2亿元，但是你花了5亿元买了它，那么就需要确认5亿-2亿=3亿元的商誉，此类均指控股收购。在此情形下，企业有没有方法尽量减少商誉的账面金额呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然可以，把A企业的收购价格压低就可以了。你不花5亿元，花4亿元，商誉就可以减少1亿元了，但这种方式不在本书讨论之列。本书讨论的是通过一步控股，然后购买少数股东权益方式来相对减少商誉的账面价值。

什么意思呢？还是A企业，现在你买的时候估值5亿元，你买60%的股份，只需要花3亿元，确认的商誉是3-2×0.6=1.8亿元。一段时间后，再购买剩余股份，此时就无需确认商誉，持有A公司100%的权益确认的商誉却只是1.8亿元，减少了1.2亿元。为什么可以这样做呢？第二步购买时购买价格超过净资产公允价值的部分去了哪里？

因为准则是这么规定的。CAS33合并财务报表第四十七条规定：母公司购买子公司少数股东拥有的子公司股权（A公司其余40%的股权），在合并财务报表中，因购买少数股权新取得的长期股权投资与按照新增持股比例计算应享有子公司自购买日或合并日开始持续计算的净资产份额之间的差额，应当调整资本公积（资本溢价或股本溢价），资本公积不足冲减的，调整留存收益。简单理解就是收购少数股东的那部分权益不需要确认商誉，而是把这部分与收购公司所有者权益中的资本公积抵消。

比如还是A公司，在收购A公司60%股份半年后，收购剩余40%的股份，此时A公司估值仍为5亿元，那么40%的股份需要2亿元购买，与净资产2×0.4=0.8亿元的差额无需确认商誉，只需要冲减收购公司的资本公积（所有者权益）即可。这部分商誉去了哪里呢？可以理解收购公司用自己的所有者权益冲销了。

在实务中，这种操作相对较少，主要是因为抵消的资本公积等于减少了公司的净资产。对很多轻资产公司来说，本身净资产就较低，这么做对公司的信誉等带来消极影响。商誉金额可以无限大，净资产不能少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在A股中，这样分步收购的案例并不多，多集中于重资产且资产规模较大的企业，净资产金额小的企业根本不敢也不会这么玩。

结语：商誉会是未来A股投资中你不得不了解、关注、回避的话题，越早了解对你的投资会越有利。而商誉的形成和减值何尝不是一个个有趣的故事，只要您愿意去了解，商誉就是人生。

第三节 资产减值损失盘点及预防手册

资产减值如图5-1所示。

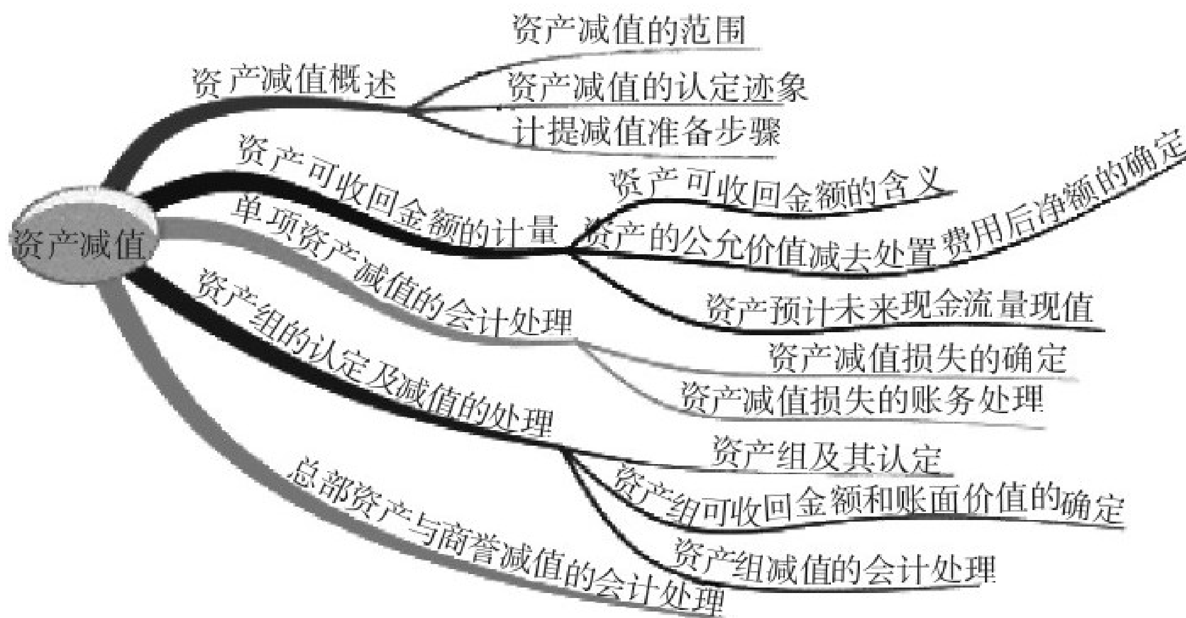


图5-1 资产减值

笔者知道2017年的一些连续跌停的公司都跟资产减值损失有关，创A股跌停板个数历史的保千里计提资产减值损失78.85亿元。此外，坚瑞沃能、乐视网等计提资产减值损失超过50亿元，可见资产减值损失是一个大雷，碰到了，轻者流血割肉，重者粉身碎骨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然在上市公司利润调节里，笔者表示过“资产减值是个宝，怎么需要怎么搞”，详细说了很多使用资产减值损失调节利润的案例，但是在这里笔者将详细介绍一下资产减值损失的前世今生。

一、什么是资产减值损失

笔者先从字面去解释哪些资产可能计提减值：在资产负债表的资产列示的所有科目，只要资产可回收金额低于账面价值，那么就可能计提减值。常见的需要计提资产减值的资产有应收账款、存货，计提的名称叫坏账准备、存货跌价准备，而长期资产科目固定资产、在建工程、商誉等，计提的名称都叫××减值准备。

计提资产减值损失如何影响净利润呢？根据万能恒等式：资产=负债+所有者权益+净利润（利润表），计提资产减值准备是资产的减少，那么对应的是利润表里利润的减少。资产减值损失计入利润表，类似于营业成本和三费，直接影响净利润。资产减值损失本年发生额为108.82亿元，因此净利润才会爆炸性的亏损181.84亿元。

理论上，资产减值损失一经确认，在以后会计期间不得转回。也就是说，固定资产、无形资产、商誉等长期资产一旦发生减值，就是永久性减值，这样就不存在利润再次调节的空间了。但是企业计提坏账准备、存货跌价准备、持有至到期投资减值准备、贷款损失准备等后，相关资产的价值得以恢复，应在原已计提的减值准备金额内，按恢复增加的金额予以转回，记入当期损益（利润）。

二、A股资产减值损失大盘点

2017年A股所有上市公司计入资产减值损失的金额12822亿元，占2017年合计营业收入的391701亿元的3.27%。考虑到A股整体的净利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9.22%，也就是如果没有资产减值损失，那么A股整体的净利率可以提升至12.5%。

近年来，随着A股的不断扩容，资产减值损失金额越来越大。从图5-2可以看到从2009年的2030亿元增长至2017年的12822亿元，占营业收入的比例也从1.48%增长至3.27%。

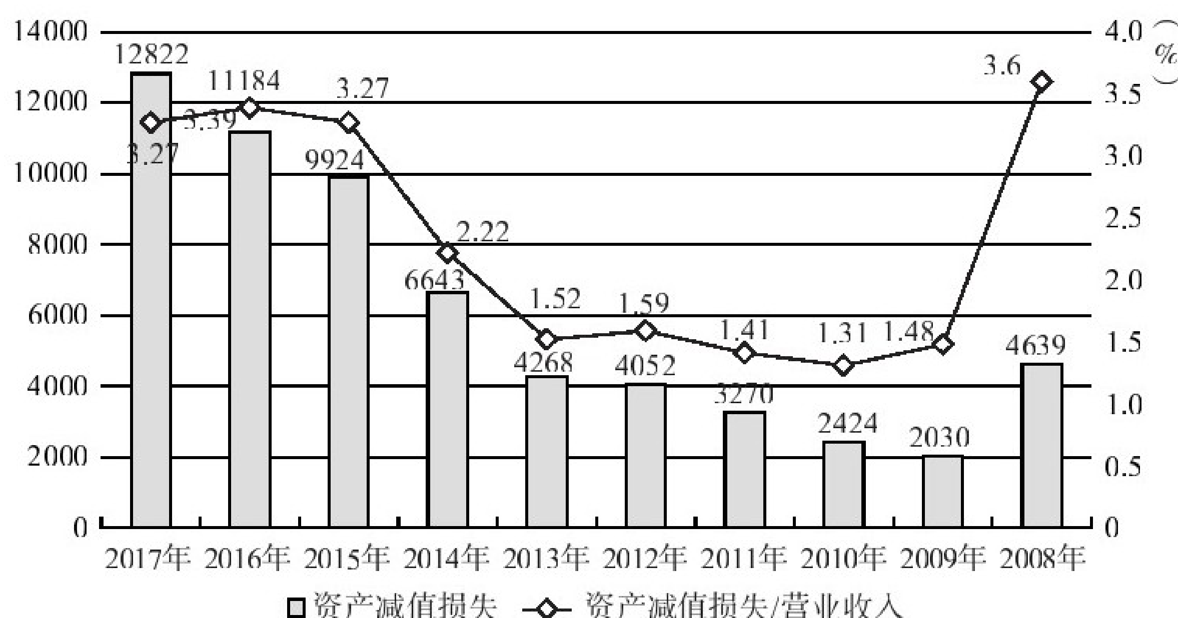


图5-2　A股2008年至2017年资产减值损失金额

回头看2008年，计提资产减值损失金额4639亿元，占营业收入的比例为3.6%，远高于2009年、2010年的金额。为此笔者可以得出第一个结论：在经济下行时期，资产减值损失比例及金额可能会大幅增加。

如果把钢铁行业单独拿出来，看其资产减值损失金额及与营业收入的比值，笔者会得出第二个结论：对于周期型公司来说，在行业低估时，资产减值损失比例及金额会大幅增加。如图5-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

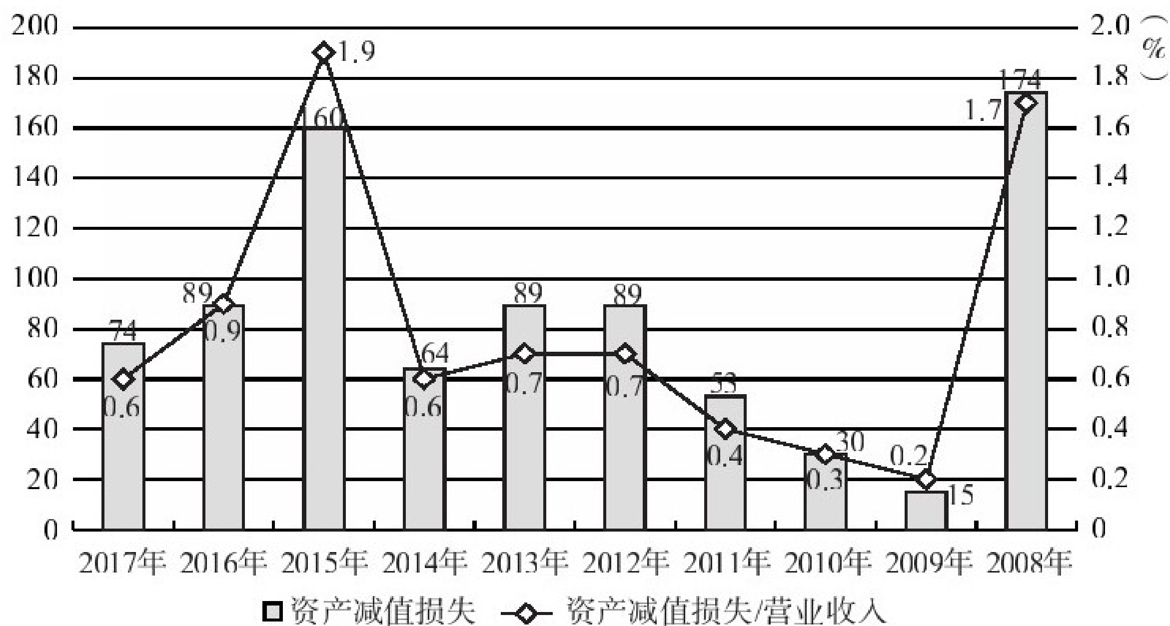


图5-3　钢铁业资产减值损失金额

当然，如果笔者只看2017年，银行也合计计提资产减值损失8531亿元（银行业称计提拨备），占整体资产减值损失的三分之二。可以说A股的资产减值损失主要的来源就是银行业。同时，银行计提的拨备占营业收入的比重为22%，计提的拨备可以覆盖五分之一的收入，让笔者觉得银行业还是相对保守谨慎的。尤其是和以前年度进行对比之后，拨备计提比例比2008年经济危机期间还高，你可以解读为实体经济没想象中的那么好，又或者说银行对未来的预期没那么好，又或者说银行拨备计提的足。如图5-4所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

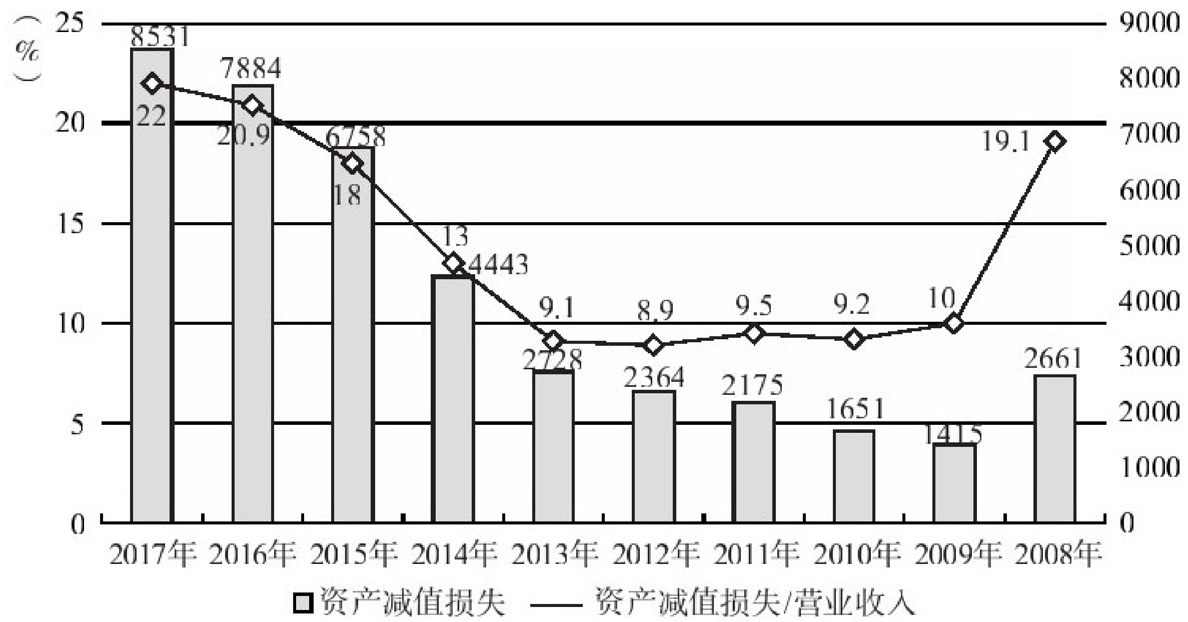


图5-4　银行业资产减值损失金额

除了银行业和非银金融外，资产减值损失大于300亿元的还有采掘业、建筑装饰和化工，不过占营业收入的比例都比较低，这三个行业2017并没有遇到明显的困境。占营业收入超过2%的行业有电子、纺织服装、国防军工和传媒。传媒业计提资产减值损失金额264亿元，占收入的比例高达5.1%。如图5-5所示。

扣除银行和非银金融业之外，合计资产减值损失3638亿元，其中坏账损失1362亿元，占比37.4%；存货跌价损失703亿元，占比19.3%；商誉减值准备180亿元，占比5%；其他类型的减值1393亿元，占比38.3%。有其他是因为wind数据库里没有找到具体的类型，不过可以判断主要是固定资产类长期资产的减值损失。如图5-6所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

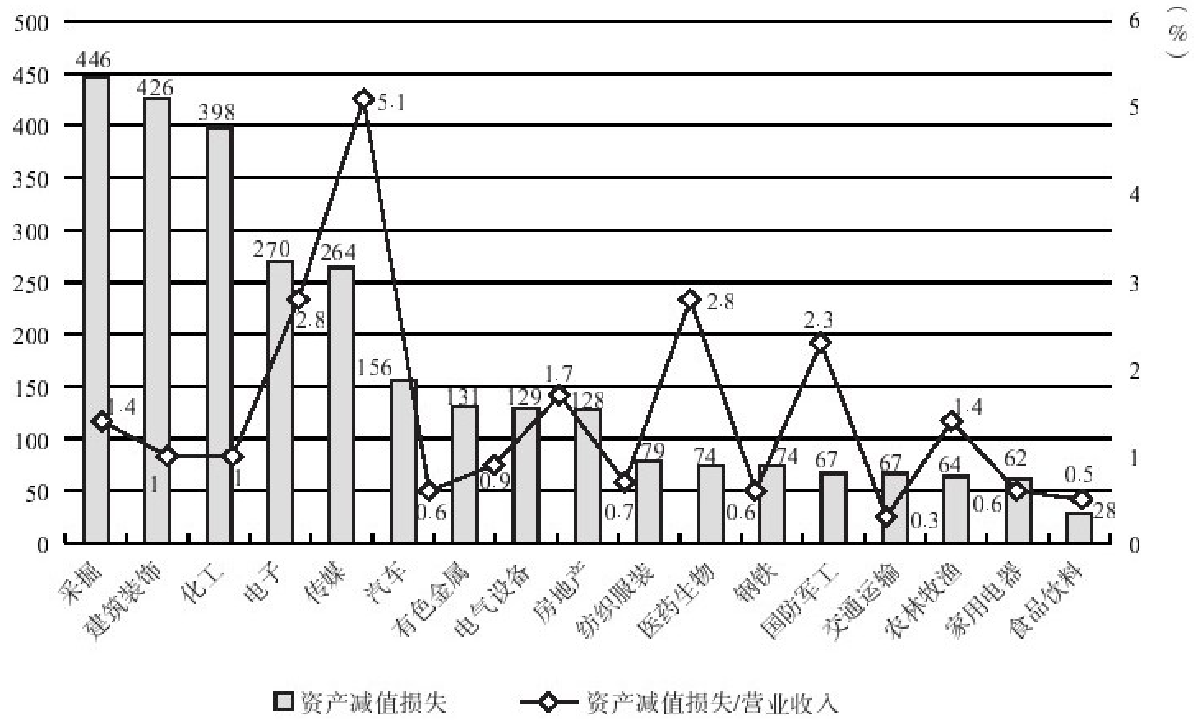


图5-5 其他行业资产减值损失金额

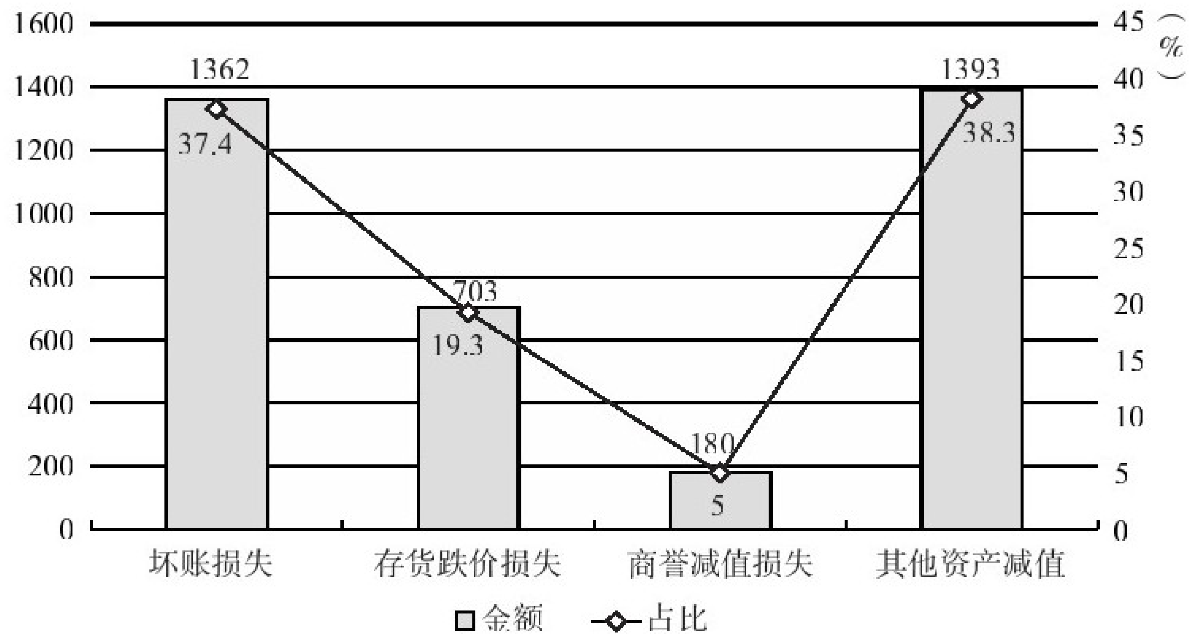


图5-6 2017年资产减值损失金额分类明细

三、坏账准备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坏账准备是企业对预计可能无法收回的应收票据、应收账款、预付账款、其他应收款、长期应收款等应收预付款项所提取的坏账准备金。计提坏账准备的方法由企业根据历史经验、债务单位财务情况及相关信息合理估计。

下面从五个方面阐述坏账准备的关注要点：

（1）应收账款等的余额越大，风险越高。

预防坏账准备最简单最粗暴的方法就是远离应收账款居高不下的企业。2017年坏账损失靠前的公司，其共同点就是应收账款居高不下。

（2）应收账款计提比例，越谨慎越好。

坏账准备是根据计提比例计提的，一般情况下，坏账准备计提政策一经确定，不得随意改变。但是如果有明确证据表明可以改，那么还是可以改的，这就成了调节利润的一个手段。关注坏账准备计提时就要了解企业的坏账准备计提政策，并关注同行业对比等。

（3）计提坏账准备金额与应收账款的增量最直接相关。

计提坏账准备是通过“坏账准备”账户进行核算的，企业在年度终了时，应对应收账款进行全面检查，预计各项应收款项发生减值的，应当计提坏账准备。其账务处理：企业在提取坏账准备时，应借记“资产减值损失——计提坏账准备”账户；贷记“坏账准备”账户。

实际计提坏账准备金额约等于期末坏账准备余额-期初坏账准备余额，因此假设应收账款减少，坏账准备不仅不需要计提，还可以冲回以前的，计入收益，增加净利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比如A公司2017年的年报显示，应收账款账面余额为183亿元，较期初的216亿元大幅减少了33亿元，需要计提的坏账准备余额为52亿元，较期初56亿元减少了4亿元。那么4亿元理论上是可以算收益的。如表5-9所示。

表5-9　A公司坏账计提明细

类别	期末余额					年初余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例（%）	金额	计提比例（%）		金额	比例（%）	金额	计提比例（%）	
单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款	435,852,885.26	2.38	435,852,885.26	100.00		566,575,326.60	2.62	566,575,326.60	100.00	
按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款	17,857,750,102.70	97.17	4,678,960,364.28	26.2	13,178,789,738.42	21,026,006,290.71	97.26	5,071,524,901.92	24.12	15,954,481,388.79
单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款	83,574,432.28	0.45	83,574,432.28	100.00		29,013,100.00	0.13	29,013,100.00	100.00	
合计	18,377,177,420.24	100.00	5,198,387,681.82		13,178,789,738.42	21,621,594,717.31	100.00	566,7113,328.52		15,954,481,388.79

笔者看A公司的资产减值损失明细，发现坏账准备为-4亿元，即为冲减损失。如表5-10所示。

表5-10　A公司资产减值损失明细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	本期发生额	上期发生额
坏账准备	-400,928,725.73	296,806,461.13
存货跌价准备	1,139,960,752.88	1,188,842,215.54
可供出售金融资产减值准备		
持有至到期投资减值准备		
长期股权投资减值准备		
投资性房产减值准备		
固定资产减值准备	3,191,115.95	11,988,857.61
工程物资减值准备		
在建工程减值准备		
生产性生物资产减值准备		
商誉减值准备		
其他减值准备		
合计	742,223,183.10	1,497,637,534.28

因此，一家应收账款一直较高的企业，可能并不会每年都计提较高金额的坏账准备，作为投资者，也需要关注应收账款的变动，有些应收账款很高，可能以前更高。

（4）应收账款的质量，即账龄，越短越好。

一般笔者用账龄来判断应收账款的质量，考虑到企业一般都有信用期，那么账龄越短自然就在信用期内，收回的可能性越大，即使存在大量的应收账款也不怕。

比如B公司，其2017年应收账款余额高达36亿元，净资产只有18亿元，一旦大额减值，就可能资不抵债。但是看明细发现应收账款基本都是6月以内，因此只计提了151万元的坏账准备，可以说微乎其微。如表5-11所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表5-11　B公司的应收账款账龄

账龄	期末余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例（%）
6个月以内	3,629,730,251.59	-	-
6个月至1年	3,385,300.21	338,530.02	10.00
1～2年	4,612,324.70	922,464.94	20.00
2～3年	-	-	-
3年以上	248,619.23	248,619.23	100.00
合计	3,637,976,495.75	1,509,614.19	0.04

（5）应收账款质量越来越差时，有可能会大额计提减值损失。

这是什么意思呢？即使按照坏账政策比例计提了坏账准备，但是只要不是100%的比例计提，这笔钱收不回来时仍然影响利润表，多可怕。因此，那些应收账款不断增长、账龄不断增加的应收账款，请务必小心。

C公司2017年计提坏账损失60亿元，就是应收账款太久了不得不核销导致的，初善君也讲过。那么为什么C公司2017年如此大额的计提减值准备？笔者看它2016年的应收账款明细，其1～3年应收账款高达93亿元，但是坏账准备根据政策计提的余额为8亿元左右，覆盖率明显偏低。就算2017年公司不计提这块损失，2018年可能也要计提。如表5-12所示。

表5-12　C公司应收账款及覆盖明细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

报告期	账龄	应收账款金额	占总应收款	提取的坏账准备	覆盖率
2016 年报	1 年以内	1,179,046.08	35.66	11,790.46	1%
2016 年报	1～2 年	611,734.49	18.50	36,704.07	6%
2016 年报	2～3 年	320,783.86	9.70	48,117.58	15%
2016 年报	3～4 年	80,793.74	2.44	32,317.50	40%
2016 年报	4～5 年	17,298.48	0.52	12,108.94	70%
2016 年报	5 年以上	13,964.48	0.42	13964.48	100%

其实这一条的本质是坏账计提比例低了。

（6）当一家大公司出现债务危机时，它的上游企业的应收账款减值风险高。

乐视出问题时，它对上游的欠款很可能还不上，那么大概率要计提减值。比如欧菲科技2018年2月公告，对客户乐视移动智能信息技术（北京）有限公司及乐赛移动香港有限公司的应收账款坏账计提45%，即8，088.30万元。

毅昌股份的客户也是乐视，截至2017年12月31日，公司对新乐视智家的应收账款为421，063，796.60元。乐视子公司环球智达科技（北京）有限公司的应收账款已经逾期半年，大部分已逾期1年。公司已对新乐视智家的应收款项整体计提60%，计提总金额为25248万元，本次进一步计提坏账准备金额为20755万元。

坏账损失不止应收账款，其他应收款等占比高的也需要关注，关注内容类似于应收账款，在此不再举例了。

坏账准备风险的关注点：

一是应收账款等的余额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是应收账款计提比例，越谨慎越好。

三是坏账准备金额与应收账款的增量最相关。

四是应收账款的质量，即账龄，越短越好。

五是应收账款质量越来越差时，有可能会大额计提减值损失，需要防范。

四、商誉跌价损失

关于商誉跌价的问题在前面已经介绍过了，可以到底怎么才能避免这个问题呢？笔者究竟应该关注公司哪些方面才能避免每年的一月底“垂死病中惊坐起，业绩地雷那么多”？

在半年报时，企业一般会披露收购公司的盈利情况，拿公司半年报的盈利情况与公司的业绩承诺、上一年度的盈利情形等进行比较，在参考收购公司的季节性问题，就能判断公司的商誉在年底是否需要减值了。

五、存货跌价损失

存货，是指企业在日常活动中持有以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料和物料等。

企业会计准则规定，资产负债表日，存货应当按照成本与可变现净值孰低计量。存货成本高于其可变现净值的，应当计提存货跌价准备，计入当期损益。

理论上计提存货跌价准备是非常常见的，比如存货毁损、存货积压等，但是大额存货跌价损失是净利润的杀手之一，不得不防。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）当行业低迷时，存货减值风险高。

如果投资者买入的是周期型公司，在周期低估时，存货价格不断下跌，那么存货大概率是要发生减值的。

（2）技术黑洞。

笔者知道，由于技术进步、竞争激烈，有些电子产品的价格一直在下降，比如手机、彩电等。那么针对这种行业瞬息万变的公司，其存货发生减值的可能性会大大加大，而一旦减值影响巨大。

比如比较市场上主要黑电和白电企业2011年至2017年7年的存货减值，长虹、TCL、海尔和康佳等远远高于美的和格力。如图5-7所示。

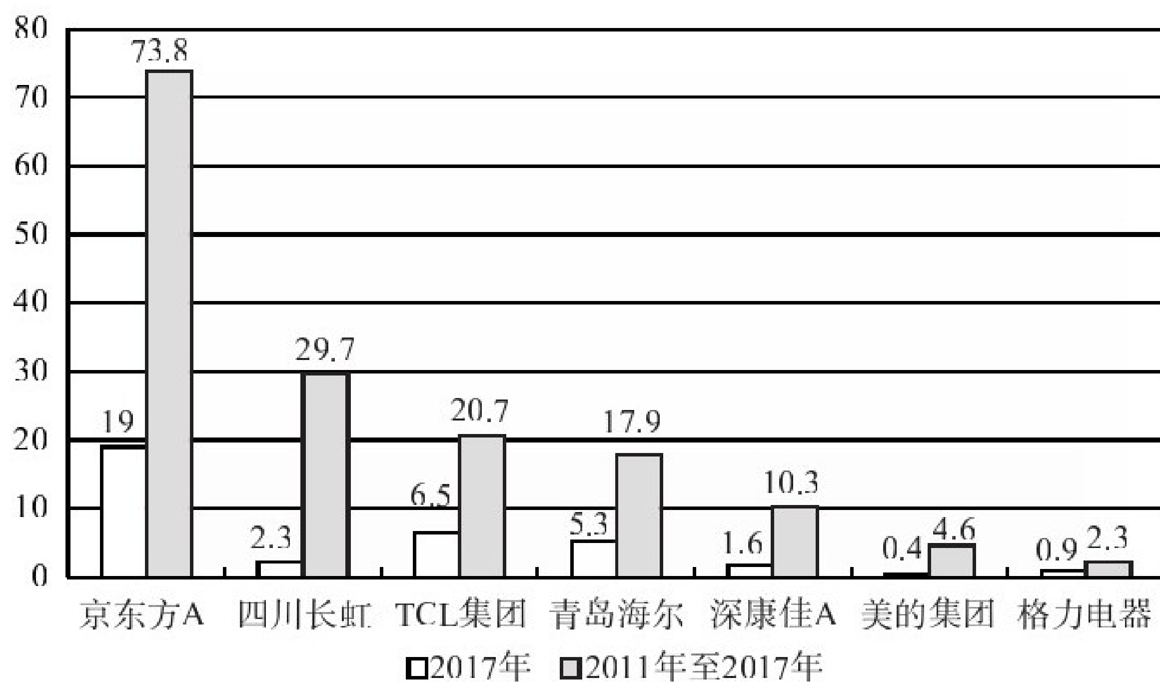


图5-7　主要黑电企业2011年至2017年存货跌价准备

因此，有时候技术升级换代快的行业，可能不是一个好的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）易减值的存货。

笔者之前提到过百货业、服饰业等，都是相对比较容易计提减值的行业，投资者需要注意。

比如某服饰公司，2017年合计计提3.68亿元。考虑到截至三季度公司账面存货余额22亿元，这个比例还是很高的。而且公司2014年、2015年和2016年分别计提存货减值损失2.17亿元、1.99亿元、2.74亿元，可谓一年一个新高。也难怪公司2015年和2017年会大额亏损了。

（4）进阶篇。

存货占比过高，存货周转率降低，且有计提存货减值前科，笔者把这三点作为预防存货减值的另一个必要不充分条件。

什么意思呢？

以酒业公司D公司为例，查看公司三张表发现，公司截至2017年三季度末存货价值1.9亿元，占公司总资产3.68亿元的52%。也就是说，公司总资产里一半以上都是存货。但是对照利润表会发现，公司三季度营业收入只有0.41亿元，也就是存货周转率仅有0.16，大幅降低。按照这种周转率，公司账面的存货4年才能卖完。有人会说D公司不一样，因为酒会随着时间而变成陈酿。但是对照公司半年报披露，公司管理层多次提到产品销售压力大。

同时公司在去年已经计提过存货减值：公司对截至2016年12月31日的各类资产进行了全面清查，通过分析、评估，基于谨慎性原则，对可能发生资产减值损失的相关资产进行了减值测试，共计提各类资产减值准备45，963，259.82元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

考虑到公司存货占比过高，存货周转率降低，且有计提存货减值前科的情况下，大概率还会继续上涨“他的表演”。因此，D公司2018年1月公告，经公司财务部牵头对库存商品、财务状况进行盘点和清查，发现库存成品酒出现严重亏库的问题，库亏金额约6700万元，公司将全额计提资产减值损失，对2017年度业绩产生较大影响。

小结一下：存货减值损失是减少公司利润的有一大利器，预防上关注：行业遭遇低谷；行业技术更新换代快；行业存货本身易毁损等，当然最可怕的还是不期而遇的存货减值。这种减值的预防就看存货周转率，根据存货转为收入的时间变化来判断。

六、其他资产减值损失

其他资产减值主要包括固定资产、长期股权投资等。

以中国石油为例，2017年，固定资产计提影响损益的减值准备金额为136.77亿元，油气资产减值准备计提39.61亿元，主要是由于生产运营成本较高导致部分石油化工资产减值及油价低位震荡运行共同导致。如表5-13所示。

表5-13　中国石油2017年度减值明细

	2016－12－31	本期增加	本期转回	本期转销及其他	2017－12－31
坏账准备	4,409	3,291	(37)	(68)	7,595
其中：应收账款坏账准备	2,023	2,813	(7)	(58)	4,771

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2016－12－31	本期增加	本期转回	本期转销及其他	2017－12－31
其他应收账款坏账准备	2,360	311	(30)	(10)	2,631
预付账款坏账准备	26	167	–	–	193
存货跌价准备	3,366	1,118	(49)	(3,279)	1,156
可供出售金融资产减值准备	337	–	–	(3)	334
长期股权投资减值准备	249	–	–	–	249
固定资产减值准备	36,668	13,677	–	1,161	51,506
油气资产减值准备	35,488	3,961	–	371	39,820
在建工程减值准备	6,307	301	–	(3,642)	2,966
无形财产减值准备	688	41	–	3	732
商誉减值准备	–	3,709	–	–	3,709
其他非流动资产减值准备	162	42	–	–	204
合计	87,674	26,140	(86)	(5,457)	108,271

中国石化减值损失的主要构成是固定资产198亿元，而且这个固定自查减值是全方位的。勘探及开发分部的减值亏损人民币126.11亿元（2016年：人民币105.94亿元）、化工分部的减值亏损人民币47.79亿元（2016年：人民币28.40亿元）及炼油分部的减值亏损人民币18.36亿元（2016年：人民币12.45亿元）。勘探及开发分部的减值亏损与价格变动导致的油气储量下降及个别油田过高的生产及开发成本有关。这些资产的账面价值减记至可回收金额。炼油分部的减值亏损主要是由于个别生产装置关停导致的；化工分部的减值亏损主要是由于个别生产装置经济绩效低于预期及个别生产装置关停所致。如表5-14所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表5-14　中国石化2017年度减值明细

	2017 年（人民币百万元）	2016 年（人民币百万元）
应收款项（附注8，9，10）	110	231
存货（附注11）	423	420
长期股权投资（附注13）	936	1
固定资产（附注14）	19,836	14,921
在建工程（附注15）	252	1,486
无形资产（附注16）	19	11
其他	215	6
合计	21,791	17,076

可以说两油计提资产减值的根本原因是油价低，因此规避其他减值最简单的方法就是规避周期行业的低谷之时，像上面提到的两桶油及相关的石油化服等。

规避固定资产、在建工程类减值的第二个方法就是规避投产不顺利的企业。一旦投产不顺利，自然可能计提减值。

此外，第三个方法就是规避遇到风险陷入困境的公司，而且不要抱有幻想。

万分小心那些三季报大额亏损的公司，为什么呢？因为三季报大额亏损意味着今年扭亏几乎不可能。为了避免下一年度连续亏损，公司最好的做法就是把亏损全部做到今年。公司使用的方法就是大额计提各种减值损失。

总结：资产减值损失按类型分为往来款坏账准备、存货跌价准备、商誉跌价准备和其他类减值（固定资产长期资产类、长期股权投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资类）等，每种计提的本质一样，资产可回收金额低于账面价值，那么就可能计提减值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三部分 实例分析：为什么这些是好公司

第六章 通过财报找到好公司

第一节 寻找未来的千亿市值企业

当一家公司的市值达到1000亿元人民币，应该算是人人皆知的伟大企业了。假设实际控制人持有50%的股份，实际控制人的身家基本在500亿元以上，根据2017年胡润富豪榜排名，500亿元身家约为前20名，排在前面的都是那些如雷贯耳的名字。如表6-1所示。

表6-1 2017年胡润富豪榜排名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排名	姓名	财富	公司	行业
1	王建林家族	2150	万达	房地产、文化
2	马云家族	2050	阿里巴巴、蚂蚁金服	电子商务、金融服务
3	马化腾	1650	腾讯	IT、娱乐
4	姚振华	1150	宝能	投资、房地产
5	宗庆后家族	1120	娃哈哈	饮料
6	严昊家族	1000	苏太华系	基础设施
6	丁磊	1000	网易	IT、娱乐
8	李彦宏、马东敏夫妇	980	百度	搜索引擎
9	卢志强家族	850	泛海	房地产、金融、投资
10	张近东	780	苏宁	零售、房地产
10	严彬	780	华彬	饮料、房地产、投资
10	许家印	780	恒大	房地产、投资
10	何享健、何剑锋父子	780	美的	家电制造
14	雷军	650	小米	手机制造、投资
14	王文银、刘结红夫妇	650	正威	有色金属、半导体
16	张士平家族	610	魏桥创业	纺织、铝业
17	张志东	560	腾讯	IT、娱乐
18	鲁冠球家族	550	万向	汽车制造业、房地产、农业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排名	姓名	财富	公司	行业
19	史玉柱家族	540	巨人	金融、在线游戏、投资
20	陈丽华	505	富华	房地产、紫檀博物馆
21	许荣茂家族	500	世茂	房地产
22	王文学	485	华夏幸福	房地产
22	杨惠妍	485	碧桂园	房地产

受益于2016年以来A股大象起舞，截至目前，市值超过1000亿元的公司已经达到80家，应该算是历史新高了。现在，笔者尝试分析一下这80家公司的情况，以期寻找到千亿市值的成长密码。

首先，从行业分布上，金融占据最大头，银行、证券和保险合计28家，占比超过三分之一。

其次，超过三家的行业还包括：食品饮料6家，医药生物5家，建筑装饰5家，交通运输4家，房地产、汽车、家电、电子等均为两家。这80家企业均为各自行业的翘楚（除了金融）。此外，房地产作为支柱产业仅3家企业上榜，是这几年行业的领头羊，均在港股：碧桂园、融创、恒大等。如图6-1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

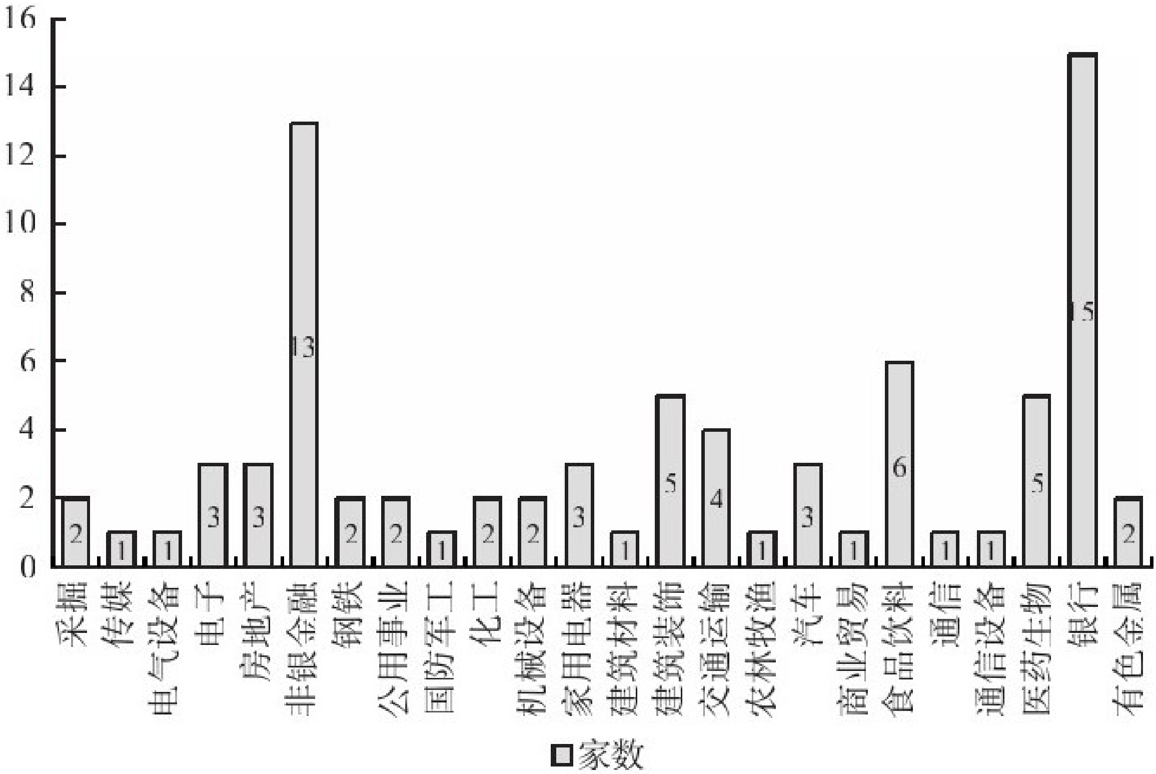


图6-1　市值千亿上市公司行业分布

从企业性质来看，央企和地方国企占据一半以上，而且公众企业中还有诸如工商银行、农业银行，实际国企占比在65%以上。归类民企的有12家，这12家企业基本属于行业第一：美的、顺丰、恒瑞、比亚迪、海天、苏宁、复星、温氏、康美等。如图6-2所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

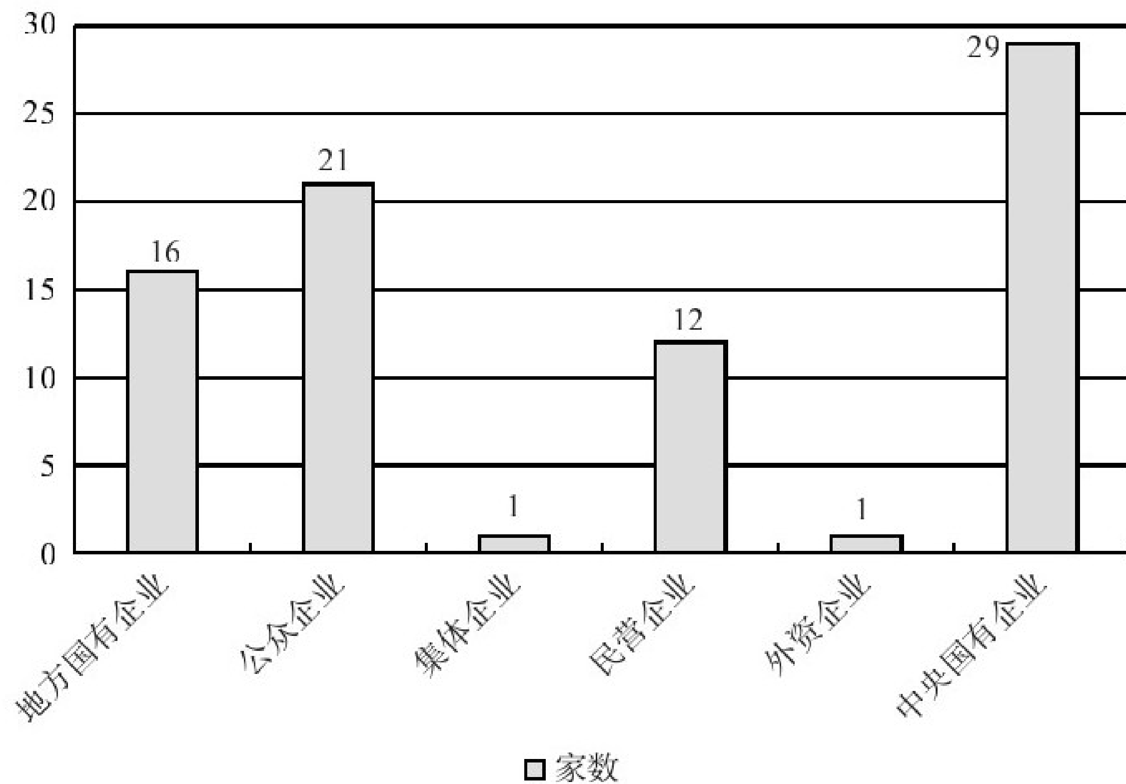


图6-2　企业分类

如果剔除所有央企，笔者得到21家企业明细，如表6-2所示。

共同点：

一是企业所在行业巨大，假设市值千亿需要10～20倍市盈率，那么需要盈利50～100亿元，假设10%的净利率，那么需要500～1000亿元的收入。假设企业能占据20%的市场份额，那么市场空间至少需要1000～5000亿元。比如家电、汽车、房地产、医药、各种消费品等。

二是企业在行业的领导地位。美的集团和格力电器的双龙戏珠，万科在地产业的领导地位，顺丰与快递、恒瑞和复星与医药、比亚迪与汽车、分众与传媒等。除了行业特别巨大的地产、医药、家电等，其他企业均是行业第一或者细分行业第一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三是企业管理层。企业管理层因素容易被忽视，但是没有伟大的企业家，也就没有伟大的企业，这或许就是党的十九大提到的企业家精神。

表6-2　21家企业明细

名称	年初至今	总市值	市盈率（TTM）	Wind四级行业	行业	大股东名称	实际控制人名称	归属母公司股东的净利润2017三季	归属母公司股东的净利润去年年报
中国平安	101%	12,369	17.69	多元化保险	非银金融	香港中央结算（代理人）有限公司		663.18	623.94
美的集团	95%	3,497	20.72	家用电器	家用电器	美的控股有限公司	何享健	149.98	146.84
万科A	38%	2,990	12.73	房地产开发	房地产	深圳市地铁集团有限公司		110.91	210.32
民生银行	-4%	2,925	6.27	多元化银行	银行	香港中央结算（代理人）有限公司		402.43	478.43
顺丰控股	45%	2,661	34.06	航空货运与物流	交通运输	深圳明德控股发展有限公司	刘冀鲁	36.45	41.80
平安银行	37%	2,112	9.17	多元化银行	银行	中国平安保险（集团）股份有限公司		191.53	225.99
恒瑞股份	89%	2,015	67.42	西药	医药生物	江苏恒瑞医药集团有限公司	孙飘扬	23.28	25.89
伊利股份	81%	1,875	30.20	食品加工与肉类	食品饮料	香港中央结算有限公司（陆股通）		49.37	56.62
比亚迪	37%	1,785	44.16	汽车制造	汽车	香港中央结算（代理人）有限公司	王传福	27.91	50.52
海通证券	-6%	1,530	21.37	投资银行业与经纪业	非银金融	香港中央结算（代理人）有限公司		61.45	80.43

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	年初至今	总市值	市盈率（TTM）	Wind 四级行业	行业	大股东名称	实际控制人名称	归属母公司股东的净利润2017三季	归属母公司股东的净利润去年年报
分众传媒	23%	1,487	28.49	广告	传媒	Media Management Hong Kong Limited	江南春	39.17	44.51
海天味业	90%	1,474	44.08	食品加工与肉类	食品饮料	广东海天集团股份有限公司	陈军阳	25.39	28.43
洛阳钼厂	83%	1,358	72.32	金属非金属	有色金属	鸿商产业控股集团有限公司	于泳	16.05	9.98
温氏股份	-9%	1,345	26.95	食品加工与肉类	农林牧渔	温鹏程	温氏家族	40.39	117.90
广发证券	11%	1,331	17.08	投资银行与经纪业	非银金融	香港中央结算（代理人）有限公司		63.67	80.30
苏宁云商	24%	1,316	78.32	电脑与电子产品零售	商业贸易	张近东	张近东	6.72	7.04
三安光电	124%	1,210	39.71	半导体产品	电子	厦门三安电子有限公司	林秀成	23.78	21.67
青岛海尔	98%	1,171	16.98	家用电器	家用电器	海尔电器国际股份有限公司	海尔集团	56.82	50.37
康美药业	28%	1,116	28.62	中药	医药生物	康美实业投资控股有限公司	马兴田	31.51	33.40
复星医药	92%	1,050	35.86	西药	医药生物	上海复星高科技（集团）有限公司	郭广昌	24.19	28.06
上海莱士	-12%	1,009	76.45	生物科技	医药生物	科瑞天诚投资控股有限公司	黄凯 郑跃文	9.40	16.13

接下来笔者会在市值100亿元到500亿元之间选择企业，从这三个维度来分析企业是否存在千亿市值的可能。

笔者从财报层面估计列出的几家企业未来可能会达到千亿市值，不构成投资建议。据此投资，盈亏自负。

第二节 启迪桑德：环保界转型的华夏幸福和腾讯

启迪桑德是如何转型的？

一、企业简介

公司成立于1993年，2002年通过收购国投原宜60.61%股权，实施股权重组，借壳上市，成为一家以化工产业为主营业务的民营企业。2003年，公司将上市公司原有磷化工类资产置换为城市供水和污水处理类环保业务。2008年募资4.47亿元进军环保设备，并向下游固废产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业延伸；2011年收购咸宁报废汽车拆解企业，进入再生能源领域；2014年年初，公司陆续签约湖北宜昌市、河北宁晋县、湖南永兴县等环卫项目，率先向环卫领域延伸业务。目前，公司已构建水务、环保设备、固废、再生能源、环卫五大业务板块。

水务业务：公司水务业务主要以子公司湖北一弘水务有限公司为运营平台，涉及污水处理、中水回水、自来水供应等领域，目前已在湖北地区形成一定的区域壁垒。目前，公司水务规模约260万吨/日。

设备制造：湖北合加具有年产各类环保设备1000台/套、环卫专用车辆3000辆，产值逾十亿元的生产能力。

环卫业务：公司于2013年设立宜昌桑德环卫公司，率先进入环卫市场。经过前期环卫云平台与全国性环卫网络布局，环卫业务已逐步进入开花结果期。

固废业务：2005年以来，公司通过承接奥运会和世博会环境服务配套生活垃圾处理工程项目，正式将产业链横向延伸至固废领域。目前公司固废业务涵盖生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、工业废物处置和医废处置等多个细分领域，拥有较为完整的固废处理产业链。目前，公司签约、在建及运营固废项目合计超过3万吨/日。

再生资源：公司线下涉及电子垃圾处置、报废汽车拆解及再制造和产业园区运营等业务，形成覆盖回收、初加工和深加工全产业链格局。另外，公司推出好嘞社区服务模式，利用社区入口形成了稳定的再生资源回收渠道。线上公司打造易再生020交易平台，可以全方位满足用户需求。线上线下全方位布局将助力公司行业领跑。

二、行业分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于启迪桑德来说，水务业务全国已经被各种国企瓜分完毕，未来空间有限，即使私有化桑德国际，空间也不会太大。因此，看的行业是环卫设备到环卫服务再到固废处理到再生能源的一条龙服务。

（一）环卫市场

环卫市场主要包含道路面积清扫、城市公厕管理和城市垃圾清运，就是笔者平常说的扫大街。平安证券预测：以道路清扫、生活垃圾清运、公共厕所清扫三类服务项目为主测算环卫服务的市场空间，预计到2020年，国环卫服务规模有望达到1829亿元。结合当前环卫行业的订单情况及E20研究院的数据统计，笔者认为目前国环卫服务市场化率约30%，渗透率偏低，市场化空间超1200亿元。

东北证券预测：根据2015年《中国城乡建设统计年鉴》统计，2015年城市道路清扫面积730，333万平方米，县城道路清扫保洁面积237，499万平方米。全国城市生活垃圾清运量达到1.91亿吨，公厕数量12.6万座，按龙马环卫海口签订的四项合同费用测算，城市区域，清扫保洁费约为10元/平方米/年，垃圾清运费约为60元/吨/年，公厕运行费约为13.5万元/座/年。考虑到未来城市化率的进一步提升带来的公共设施的增加，以及未来对于环卫服务要求的提高，由此笔者保守估计行业市场空间为1200亿元以上。

当然新闻标题动辄都是2000亿元或者3000亿元起的环卫市场，也符合新闻标题的一贯模式。如图6-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最强环保"黑独角"诞生，第三届环保创新创业大赛总决赛完美收官	中国网
垃圾分类一体化渐成新趋势 或将打开百亿市场空间	工业电器网
"扫大街"也能互联网化 启迪桑德凭智慧环卫切入雄安	北极星电力
启迪桑德文一波："为环境 无止境"打造基于环保的"万物互联"	全景网
剑指水环境改善 雄安新区年内开展10大攻坚行动	21世纪报
2000亿环卫市场怎么分？5000家企业进入战国时代	华夏时报
启迪桑德要做环保界阿里	中国环境报
清华系收购+定增近百亿背后：启迪桑德押注环保"两网融合"	21经济网
环卫行业三千亿市场待起步 环保企业加速布局分食蛋糕	每经新闻
启迪桑德欲转型互联网企业将布局再生资源等两领域	新浪
和讯股票内参：震荡调整不可避免 关注结构性机会	和讯

图6-3　新闻标题

（二）固废业务

固废业务主要包括各种垃圾处理、危害处置、再生能源等，处于环卫业务的下游。

（1）垃圾焚烧业务。有券商预测：根据中国产业信息网统计数据，根据笔者对垃圾焚烧发电企业的测算，假设垃圾焚烧处置费约65元/吨，每吨垃圾发电量280千瓦时，单价为0.65元/千瓦时，85%的上网比例，考虑垃圾处置和发电收入加总，估算2015年城镇垃圾焚烧市场规模为146亿元。2015年底垃圾焚烧处理能力（包含设定城市和县城）为23.5万吨/日，到2020年年末目标达到59.1万吨/日，同比增长151%，预计届时垃圾焚烧处理量有望达到400～500亿元。

（2）危废业务。中投证券认为，假设无害化处置平均价格在3000元/吨，仅考虑无害化处置这部分，现存空间在279亿元/年，未来3～5年市场空间将达到545亿元/年，空间翻倍。此外，考虑到许多尚未纳入统计的危险废物，认为实际的空间有望达到接近千亿水平。

（三）再生能源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再生资源是指在人类的生产、生活、科教、交通、国防等各项活动中被开发利用一次并报废后，还可反复回收加工再利用的物质资源。从类型来看，主要包括三大类：金属类再生资源、非金属类再生资源和废旧电子电气机械设备。

东兴证券预测：2016年，十大类别的再生资源回收总量约为2.56亿吨，同比增长3.7%，回收总值约为5902.8亿元，同比增长14.7%。预计到2021年，主要再生资源利用总量将达到3.25亿吨，复合增速5%，再生资源回收价值达到9506.52亿元，复合增速10%。

考虑到再生能源市场比较分散，所以仅从环卫服务和固废处理来看，2020年左右时市场空间超过2000亿元，然而此块业务仅仅是开始，环卫服务和垃圾焚烧等业务均为类公共服务的现金流业务，不是一锤子买卖，每年都可以产生大量、稳定的现金流。

那么此类业务盈利如何？根据启迪桑德披露的投资者关系：前三季度环卫板块的营业收入达到12亿元，从整个板块来看，净利率为7%，利润为1亿元左右。在爆发增长、跑马圈地的时候净利率可以保持在7%，预计成熟稳定后的这块业务净利率可以维持在10%。根据垃圾发电企业伟明环保业绩，毛利率为60%，净利率在30%以上，简直是暴利。估计整个行业维持在10%以上，可能性蛮大的。如图6-4所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伟明环保[603568.SH]-财务摘要

	2017-09-30	2016-12-31	2015-12-31
报告期	三季报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表
⊟ 利润表摘要			
营业总收入	72,244.47	69,316.92	67,506.08
同比(%)	40.90	2.68	1.21
营业总成本	37,255.74	40,972.66	39,999.91
营业利润	42,752.63	28,712.35	27,592.49
同比(%)	85.22	4.06	10.31
利润总额	42,847.44	38,698.61	33,014.36
同比(%)	42.07	17.22	33.36
净利润	37,823.00	32,855.79	29,135.26
归属母公司股东的净利润	37,823.00	32,855.79	29,135.26
同比(%)	47.26	12.77	30.88
非经常性损益	1,194.76	1,104.33	714.01
扣非后归属母公司股东的净利润	36,628.24	31,751.45	28,421.25

图6-4 伟明环保财务摘要

三、为什么是启迪桑德

（一）启迪在行业内的地位

分行业来看，环卫行业：2016年全国环卫服务新签项目合同总额861亿元，共有3234家企业中标环卫合同。其中，启迪桑德、北京环卫集团、福建龙马环卫、北控水务、深圳玉禾田、劲旅环境、中联重科、东莞家宝园林绿化、广州侨银环保、昌邑康洁环卫十强合同额合计约占全行业的60%。启迪桑德环卫订单共计137亿元，占比16%。如图6-5所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

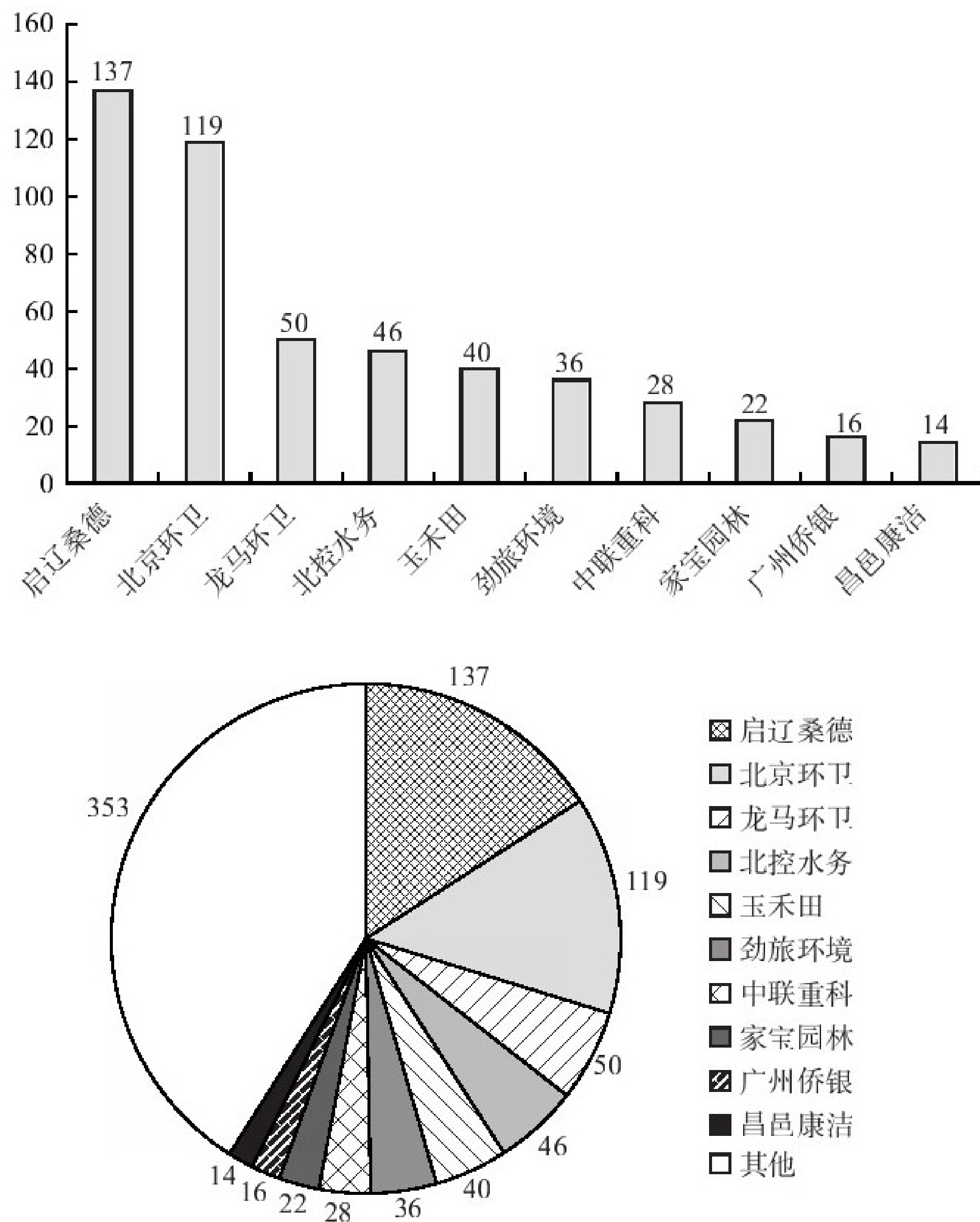


图6-5　环卫十强合同额

固废中从垃圾发电来看，启迪桑德2016年在手项目合计2.67万吨/日，市占率在5%，行业排名第8名左右。如图6-6所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

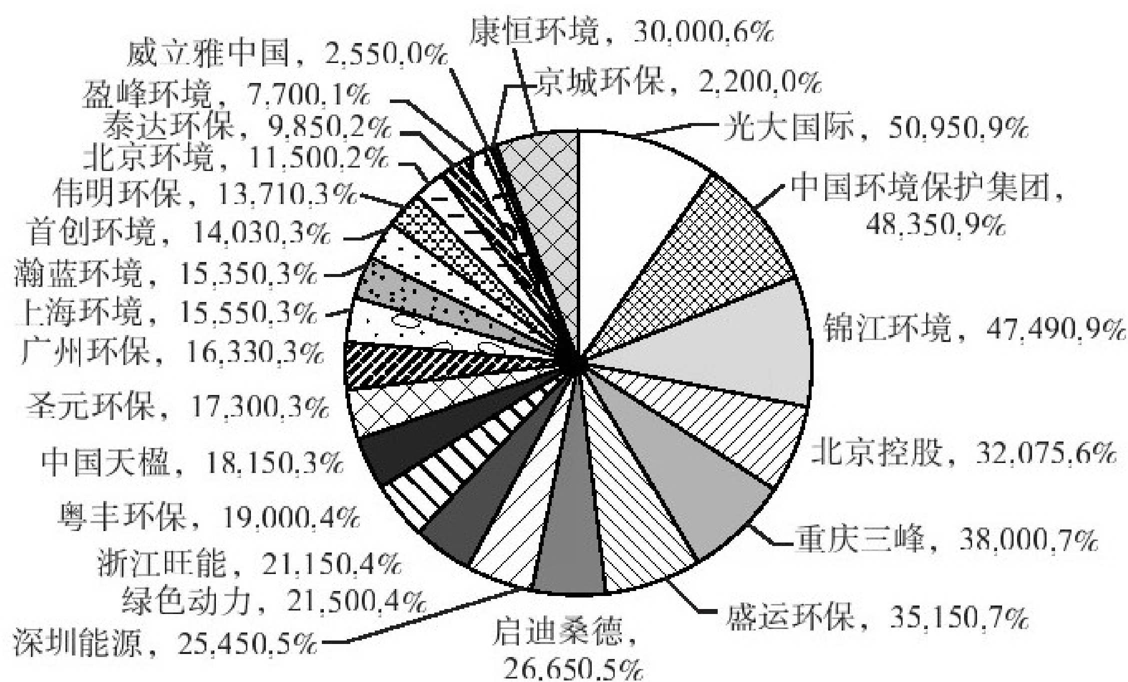


图6-6　中国垃圾焚烧市场市占率

公司再生资源布局以兼并收购为主，2011年10月公司收购咸宁市兴源物资再生利用有限公司，进军再生资源领域。截至目前，公司已在全国12个省份，拥有30家子公司，其中核心业务电子垃圾拆解、资质拆解能力超2020万台/年，规模位居行业第一。

看行业似乎启迪优势很大，但是离龙头还有段距离。尤其是笔者分析的千亿市值密码中，龙头很重要，除非行业空间达到可以维持多家千亿公司。现在环保行业里，空气治理的三聚环保、水务治理的碧水源市值已经超过500亿元，500亿元以上的东方园林也在转型土壤修复和治理。好在环卫、固废综合能力里，启迪桑德是领先的。

启迪桑德有以下优势：

一是全产业链优势：环卫设备&环卫&垃圾处理&再生资源全产业链布局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是清华入股。2015年4月，公司引入战略投资者清华控股，实际控制人由文一波先生变为清华控股，控股股东变为启迪科服，企业完成由民营企业向国有企业的转换。2017年8月17日，公司完成定增，启迪科服及其一致行动人合计持股比例由29.52%增至34.10%，持股比例进一步增大，体现出大股东对公司发展的信心，公司未来发展可期。如图6-7所示。

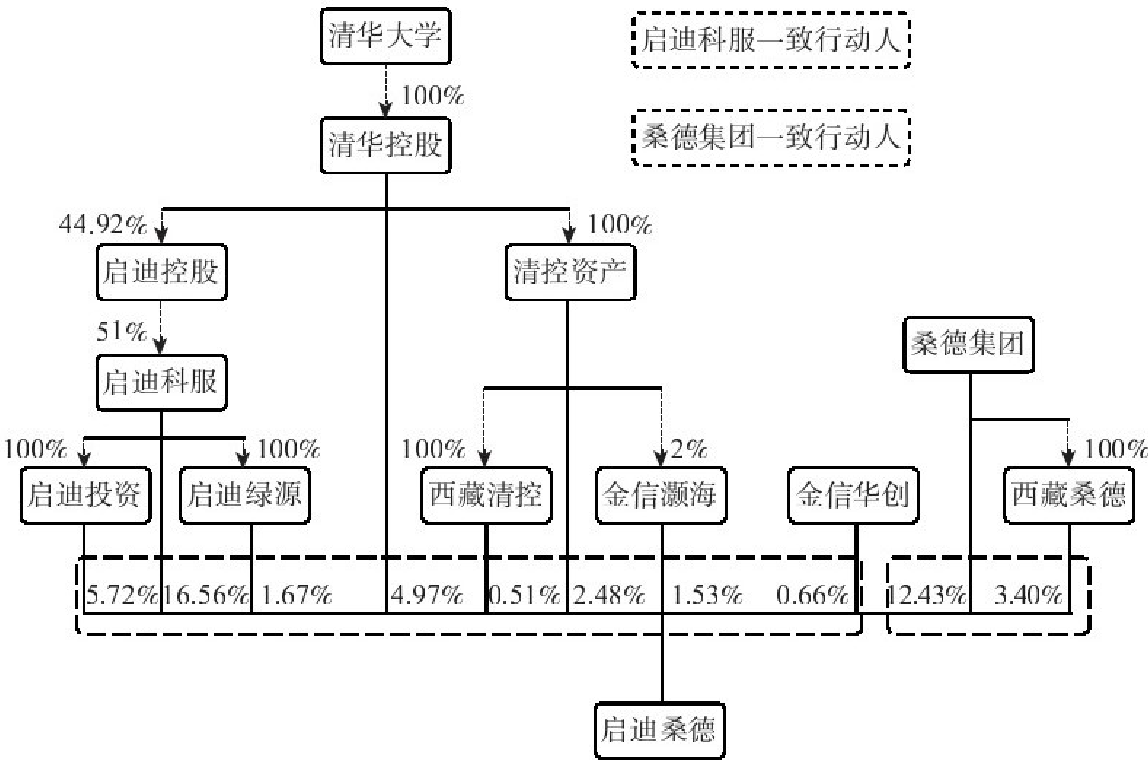


图6-7　启迪桑德股权结构

三是全国布局。与大部分环卫、固废公司相比，启迪桑德是环保领域全国化布局最合理的公司之一。目前公司已在河北、河南、山东、湖北、湖南、安徽、内蒙古、云南、新疆等19个省、自治区实施环卫清扫保洁及垃圾中转运输的业务布局，并形成8个区域性管理中心。如表6-3所示。

表6-3　启迪桑德环保领域全国化布局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地区	项目数量（个）
华东地区（包括山东、江苏、安徽、浙江、福建、上海）	47
华南地区（包括广东、广西、海南）	16
华中地区（包括湖北、湖南、河南、江西）	72
华北地区（包括北京、天津、河北、山西、内蒙古）	39
西北地区（包括宁夏、新疆、青海、陕西、甘肃）	9
西南地区（包括四川、云南、贵州、西藏、重庆）	18
东北地区（包括辽宁、吉林、黑龙江）	29
合计	230

（二）近期看：华夏幸福的产业园模式

近期看，启迪桑德在做华夏幸福的产业园模式。公司2010年就开始投资50亿元建设湖南静脉产业园项目，湖南静脉产业园由固体废弃物综合处理处置中心、动力电池及机电一体化项目、再生资源利用中心及环境保护技术研发中心四部分组成。这就是一个城市的垃圾处理中心。

2017年10月，公司中标济南市环境科技园项目，中标金额91.7亿元。预计未来几年，更好地适合中国城市的此类模式会连续中标。如表6-4所示。

表6-4　启迪桑德大力发展综合环保产业园项目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公告日期	项目名称	投资总额（亿元）	项目内容
2010 年 12 月	湖南静脉产业园项目	50.00	于 2013 年获批，一期投资 12.5 亿元，建设产能包括生活垃圾 200 吨/日、餐厨垃圾 200 吨/日、市政污泥 200 吨/日。
2014 年 5 月	保定静脉产业园战略合作框架协议	30.00	建设固废处理处置园区和再生资源回收利用园区，并参与保定市环卫市场化作业和城乡环卫一体化项目。
2014 年 5 月	魏县桑德循环经济产业园	20.00	
2015 年 1 月	鸡西市生态环保产业园项目	30.00	生活垃圾焚烧发电设施建设处理规模 1200 吨/日，预计投资 5.3 亿元；餐厨垃圾与市政污泥综合处理设施设计处理规模 450 吨/日，预计投资 2.2 亿元；炉渣与建筑垃圾综合利用设施设计处理规模 460 吨/日，预计投资 0.3 亿元；生活垃圾焚烧发电设施新建配套的垃圾填埋场和渗滤处理站及渗滤液调节池，固化灰飞填埋设计处理规模 200 吨/日，渗滤液设计处理规模 400 吨/日；本项目将承担宝川垃圾填埋场填满后的封场建设和封场后的渗滤液处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公告日期	项目名称	投资总额（亿元）	项目内容
2015 年 12 月	讷河市环保产业园项目	3. 70	生活垃圾处理规模 600 吨/日，投资 3 亿元；餐厨垃圾、市政污泥、粪便联合处理规模共 100 吨/日，投资 7，000 万元。环保产业园特许协议特许经营期限为 30 年。
2017 年 3 月	黄冈市静脉产业园项目合作框架协议	50. 00	
2017 年 10 月	济南市环境科技产业园	91. 70	生活垃圾暨污水处理厂污泥焚烧发电项目，一期处理规模为 1，500 吨/天，远期新增处理规模 750 吨/天；餐厨垃圾处理规模 400 吨/天；医疗废物处理中心项目一期处理规模为 40 吨/天，远期新增处理规模 20 吨/天；环保产业投资项目。
合计	245. 40		

（三）远期：环保业的腾讯

利用智慧环卫系统，公司创新商业模式，打造“五位一体”好勒社区。一方面，与再生资源业务形成高效协同；另一方面，利用广告、最后一公里物流业务创造更多的增值价值。公司通过在社区内建立好嘞社区模式，依托环卫入口，延伸后端物流、广告等业务，利用社区入口和环卫清运优势，形成稳定再生资源回收渠道，打造以智慧环卫为基础，包括垃圾分类、再生资源回收、物流、广告和社区服务的“五位一体”的创新业务模式，并率先在蚌埠地区形成成功示范，未来将迅速向全国复制。

目前，公司已在蚌埠落地50个好嘞亭，计划在年底增加至200个。平均每个好嘞亭造价约10万元，一次性投入约2000万元，每个亭子配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

备2名好嘞服务专员，员工工资共计约8万元左右，每个亭子年运营成本约8万元。根据公司规划，2018年，蚌埠项目好嘞亭预计可实现约1亿元营业收入，快速复制不存在资金障碍。目前公司已在合肥、乌海、咸宁、湘潭和徐州五地顺利推动好嘞亭落地。公司计划到2020年，好嘞亭将实现广告业务收入11680万元，实现快递业务收入1868万元。

此外，2015年6月5日，公司上线再生资源交易网站易再生，易再生定位于再生资源全产业链服务平台。2017年4月，易再生O2O推出产业公社模式，将互联网创新理念融入园区管理和运营，提供“自营、金融、撮合”三位一体增值服务，帮助园区商户解决生产经营中的痛点和需求。截至目前，易再生已拥有超过20万注册用户，入驻平台的交易企业超过1000家，日均访问量突破10万人次，月均交易额超6亿元，被中国电子商务协会授予“B2B行业标杆企业”荣誉称号。

四、估值

千亿市值需要40亿元以上的净利润支撑，按照10%～15%的净利率，启迪桑德的收入需要到270亿元以上。启迪桑德2017年预计收入在90亿元水平，短期离270亿元还很远，即使按照45%增长率，需要到2020年；2017年净利润在13亿元水平，离40亿元还很远。如图6-8所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

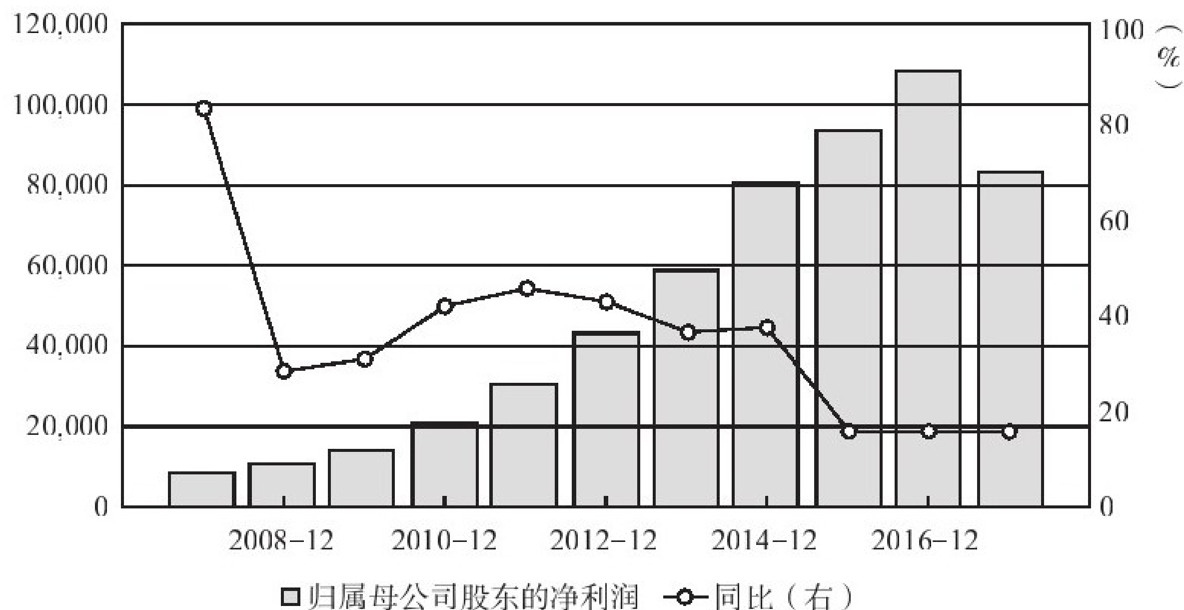


图6-8　启迪桑德估值

第三节　宋城演艺：中国特色的迪士尼在路上

宋城演艺经过多年的发展，公司已经形成了现场演艺、互联网演艺和旅游休闲服务三大板块。

现场演艺业务主要为千古情系列演出和主题公园集群，包括《宋城千古情》《三亚千古情》《丽江千古情》《九寨千古情》等，其收入主要来源于演出门票收入。

互联网演艺主要是六间房从事的互联网演艺业务。六间房是公司于2015年全资并购控股的一个基于平民艺人和粉丝关系的互联网演艺平台。六间房主要从事平台的运营业务，其收入主要来自于虚拟物品的销售收入。

旅游休闲服务业务主要是指宋城旅游承载的管理输出、品牌输出、创意输出的轻资产运营模式及网络销售平台，形成自主投资运营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和景区托管运营并重、直销和分销渠道并举的格局，发挥专业优势扩大公司品牌影响力和销售渠道。

一、看季度

宋城演艺季度同比数据并不好看，收入和净利润增速均是新低，不过四季度本身假期较少，不是旅游旺季，收入占比也不高。如表6-5所示。

二、现场演艺

宋城已经开业的项目共有4家：杭州宋城景区、三亚宋城景区、丽江宋城景区、九寨沟宋城景区。2017年九寨沟因为地震因素还在重新修建，而三亚和丽江景区收入增速已经下滑至个位数，只有本部杭州还在增长。三亚和丽江景区的上限到底能到多少决定了公司单个项目的收入上限，而公司收入增长除了依赖项目外，新增项目更是重点。如表6-6所示。

表6-5　宋城演艺季I收入和净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017-12-31	2017-09-30	2017-06-30	2017-03-31	2016-12-31	2016-09-30	2016-06-30	2016-03-31
报告类型	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要								
营业总收入	7,095.052	92,170.07	72,108.93	67,153.61	67,629.16	78,184.03	61,300.06	57,309.64
同比(%)	4.91	17.89	17.63	17.18	33.22	27.39	71.22	166.45
营业总成本	50,087.23	42,852.47	39,218.67	37,941.90	51,101.67	35,887.26	31,739.97	32,333.68
营业利润	20,768.17	50,263.41	33,833.36	29,758.27	17,540.13	42,577.57	29,545.39	25,153.79
同比(%)	16.73	18.05	14.51	18.31	37.84	19.34	23.30	141.45
利润总额	17,379.03	49,137.83	33,580.72	29,640.90	18,193.06	42,922.76	29,948.31	24,914.53
净利润	14,390.35	39,809.34	28,344.61	24,383.12	14,029.29	34,058.48	24,202.11	19,356.81
同比(%)	2.57	16.89	17.12	25.97	46.29	25.80	31.86	103.21
归属母公司股东的净利润	14,970.36	39,410.15	27,855.94	24,504.76	13,851.25	33,165.48	23,808.60	19,405.18
同比(%)	8.08	18.89	17.00	26.28	51.58	26.42	31.31	103.14
扣非后归属母公司股东的净利润	18,369.58	40,056.92	27,790.17	24,470.51	13,499.19	32,568.82	23,302.12	19,393.86
EPS	0.10	0.27	0.19	0.17	0.10	0.23	0.16	0.13

表6-6　宋城收入增速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
杭州宋城旅游区				
收入	78,425.93	64,203.64	65,572.22	37,228.06
成本	22,187.58	20,258.53	20,919.01	9,080.21
毛利	56,238.34	43,945.12	44,653.22	28,147.85
毛利率（%）	71.71	68.45	68.10	75.61
收入增速	22%	-2%	76%	5%
三亚宋城旅游区				
收入	33,388.19	30,260.78	25,302.29	15,507.02
成本	8,034.35	7,704.55	5,858.99	4,770.39
毛利	25,353.84	22,556.24	19,443.30	10.736.63
毛利率（%）	75.94	74.54	76.84	69.24
收入增速	10%	20%	63%	362%
丽江宋城旅游区				
收入	22,363.00	21,904.86	16,846.01	7,198.32
成本	6,692.52	6,037.59	6,335.15	3,555.38
毛利	15,668.49	15,867.27	10,510.86	3,642.94
毛利率（%）	70.06	72.44	62.39	50.61
收入增速	2%	30%	134%	
九寨宋城旅游区				
收入	8,960.74	14,776.05	12,685.09	6,241.37
成本	2,315.19	4,567.52	4,289.06	2,339.25
毛利	6,645.54	10,208.53	8,695.60	3,902.11
毛利率（%）	74.16	69.09	66.97	62.52
收入增速	-39%	14%	108%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是根据年报，宋城储备的项目2018年开业的只有阳朔漓江（预计2018年三季度开业），其他项目张家界（2019年年中）、上海和澳大利亚项目开业预计要2020年左右了。因此未来三年，现场演艺项目收入增速维持高增长（20%）较难。如表6-7所示。

表6-7　宋城储备的项目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目名称	投资规模	预计开工时间	工期	预计峻工时间	建筑面积	项目概况
张家界千古情建设项目	64,498万元	2017年底	1年	2019年5月	170亩	建设内容将包括演艺剧场、科技体验综合体、古街、商业及生活配套设施等板块
桂林“漓江千古情”演艺建设项目	80,211万元	2017年6月	1年	2018年5月	161亩	建设内容包括现代化演艺剧场、大型歌舞《漓江千古情》、科技游乐综合体、市井街、集散广场、入口集散大厅及其他配套工程、新西街等板块
上海宋城演艺·世博大舞台改扩建项目	83,026万元	2017年底	2年	2019年上半年		建设用于上演《上海千古情》的大型剧院、用于上演《紫磨坊》的中型剧院、以及用于上演《上海都魅》的多功能互动空间，以及一条体现传统民族风情的市井街
“澳大利亚传奇王国”项目	202,126万元	2017年底	3年	2020年		建设内容将包括入口广场、东方秘境主题公园、澳洲传奇主题公园、彩色动物园等板块
西安千古情建设项目	70,000万元	2018年	1.5年	2019年5月	100亩	建设大型演出《西安千古情》、约3000至4000座的特大型剧院、文化演艺表演广场、室内科技馆、游客互动体验馆、商业及景区配套设施等

三、互联网演艺项目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

互联网演艺上，主要是收购的直播公司六间房和手游公司灵动时空，不幸的是六间房收入增速下滑明显，这也是事前大家预料到的。如表6-8所示。

表6-8　互联网演艺收入

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
6. cn 互联网演艺平台收入				
收入	118,376.65	109,021.25	36,909.94	
成本	59,355.44	54,513.40	17,963.76	
毛利	59,021.20	54,507.85	18,946.18	
毛利率	49.86	50.00	51.33	
收入增速	9%	195%		
互联网手游收入				
收入	5,636.75			
成本	1,268.05			
毛利	4,368.70			
毛利率	77.50			

很多朋友关心六间房的24亿元商誉是否减值的问题，笔者整理了六间房三年的业绩承诺及完成情况。2016年和2017年六间房完成的均很好，但是面对抖音、快手、斗鱼等的竞争，2018年3.57亿元的业绩承诺不容乐观。这个雷能否不引爆，就看六间房的转型了。如表6-9所示。

表6-9　六间房三年的业绩承诺及完成情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入		124,013.40	109,021.25	36,909.94
收入增长率		14%	195%	
净利润		28,923.29	23,505.26	9,319.41
净利润增长率		23%	152%	
业绩承诺(亿元)	3.57	2.75	2.11	
实际完成率		105%	111%	

四、轻资产及其他项目

之前说的：与重资产运营模式的区别在于公司不承担项目投资和后期日常运营的所有成本，公司在前期规划设计和剧目创作时收取一揽子费用。等项目运营后，一般收取年主营业收入的20%作为管理费。截至目前，公司已经签约的轻资产项目有2.6亿元的宁乡项目、2.6亿元听音湖项目、2.7亿元明月清景区项目、2.6亿元皇帝项目。如表6-10所示。

表6-10　宋城演艺轻资产管理输出情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目名称	位置	签约时间	预计开业时间	品牌费等输出	管理费提成
宋城・宁乡炭河里文化主题公园	长沙宁乡	2016 年 6 月 21 日	2017 年 7 月 3 日	2.6 亿	收入的 20%
宋城・西樵山岭南千古情景区	佛山市南海区	2017 年 5 月 26 日	2020 年 3 月 1 日	2.6 亿	门票收入的 20%
宋城・明月情景区项目	江西宜春	2017 年 7 月 6 日	2018 年	2.6 亿 + 1000 万开业活动筹划	另行商议
宋城・皇帝千古情项目	河南新郑市	2017 年 11 月 9 日	2020 年 3 月 26 日	2.6 亿	景区经营收入的 20%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

年报显示设计策划费收入增速22%，只有1.5亿元，离券商的预测好像有点远，不过看公司年报你会发现公司的预收账款增加了10倍。如表6-11所示。

表6-11　宋城年报

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
设计筹划费				
收入	15,015.43	12,266.23	1,706.33	1,080.85
成本	7,163.38	6,055.32	913.85	219.11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
毛利	7,852.06	3,210.91	792.49	891.74
毛利率（%）	52.29	50.63	46.44	79.73
收入增速	22%	619%	58%	－12%
电子商务手续费				
收入	12,031.48	5,988.38	4,380.44	1,751.63
成本	4,227.44	1,608.11	1,528.97	806.71
毛利	7,809.04	4,380.27	2,851.47	944.92
毛利率（%）	64.88	73.15	65.10	53.95
收入增速	101%	37%	150%	359%

其中，预收策划费等达到4.75亿元，增幅超过10倍，这个钱会逐渐变成公司的收入，因此轻资产项目是值得期待的。如表6-12所示。

表6-12　宋城预收款项

项目	期末余额	期初余额
商铺租金	22,726,287.64	13,937,574.15
门票款	9,621,176.15	9,124,874.79
策划费、设计费、节目制作费	475,484,000.00	40,367,500.00
6.cn 视频网站平台运营预收款	19,585,325.20	18,417,857.05
手游运营预收款	1,523,445.80	
研发项目预售款	2,323,300.00	
版权金预收款	400,000.00	
合计	531,663,534.79	81,847,805.99

其他方面，生意模式极其优秀，应收账款少，经营活动现金流量净额达到17亿元，远超10亿多元的净利润，优秀的让人窒息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2018年公司签订了两个进化版的合同：

一是与西安的中华千古情，这名字太霸气了，中华民族的盛世在汉唐，而汉唐都在西安。

二是签订的西塘演艺小镇项目，是公司演艺产品的4.0版本。

未来，或许还会有其他类型的合作，五千多年的历史，可以挖掘的事情太多了。

第四节 科伦药业：小恒瑞在路上

科伦药业发展历程如下：

一、科伦药业简介

公司主业属于医药制造业，主要从事大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等25种剂型药品及抗生素中间体，原料药，医药包材，医疗器械等产品的研发、生产和销售。公司是中国输液行业中品种最齐全、包装形式最完备的医药制造企业，亦是目前国内产业链最完善的大型医药集团之一。

2010年公司一上市，就制定了“三发驱动”的发展战略。“三发驱动”是指推动公司发展的三大动力（发动机）。

第一台发动机：通过持续的产业升级和品种结构调整，不断巩固和强化包括输液在内的注射剂产品集群的总体优势，继续保持科伦在输液领域的绝对领先地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二台发动机：通过对水、煤炭、农副产品等优质自然资源的创新性开发和利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势，最终掌握抗生素的全球话语权。

第三台发动机：通过研发体系的建设和多元化技术创新，对优秀仿制药、创新小分子药物、新型给药系统和生物技术药物等高技术内涵药物进行研发，积累企业基业长青的终极驱动力量。

二、行业分析

一是医药行业总体规模，医药制造业保持快速增长势头，其收入及利润总额基本上保持20%以上的增长速度；2016年医药制造业收入近29463亿元，同比为10.3%，利润总额近3201亿元，同比为16.4%。考虑到行业的高净利率，这个行业自然蕴藏着多家市值千亿公司的可能性。如图6-9所示。

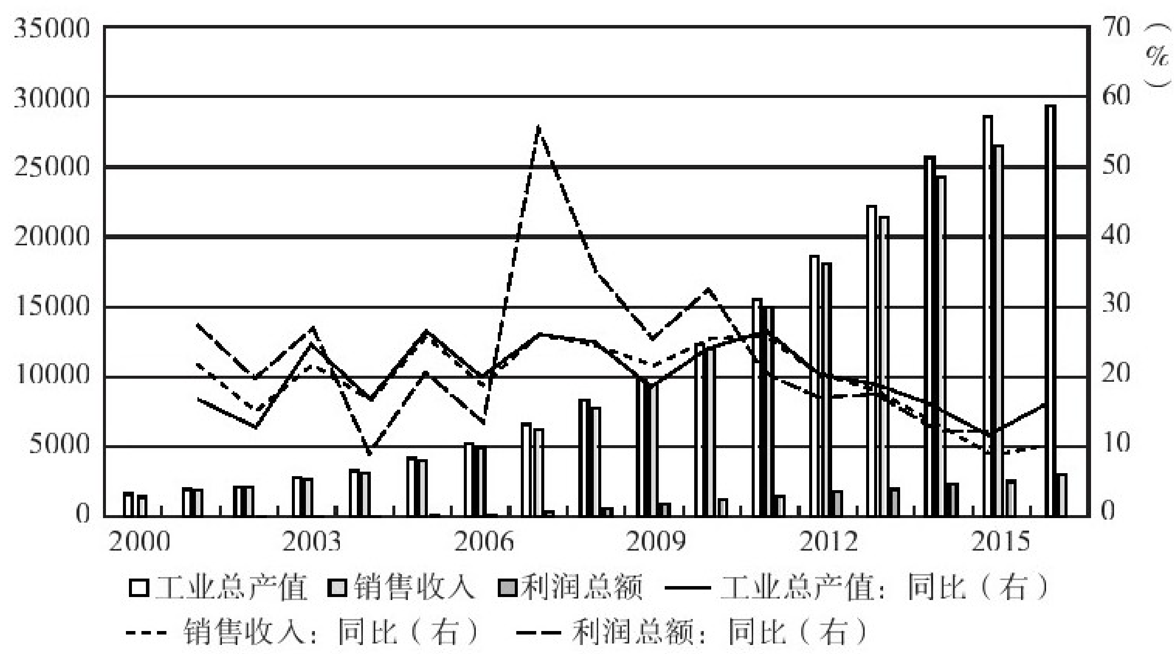


图6-9　医药行业总体规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是随着经济的发展，人们的保健意识也越来越强，卫生费用也在稳步的增长。如图6-10所示。

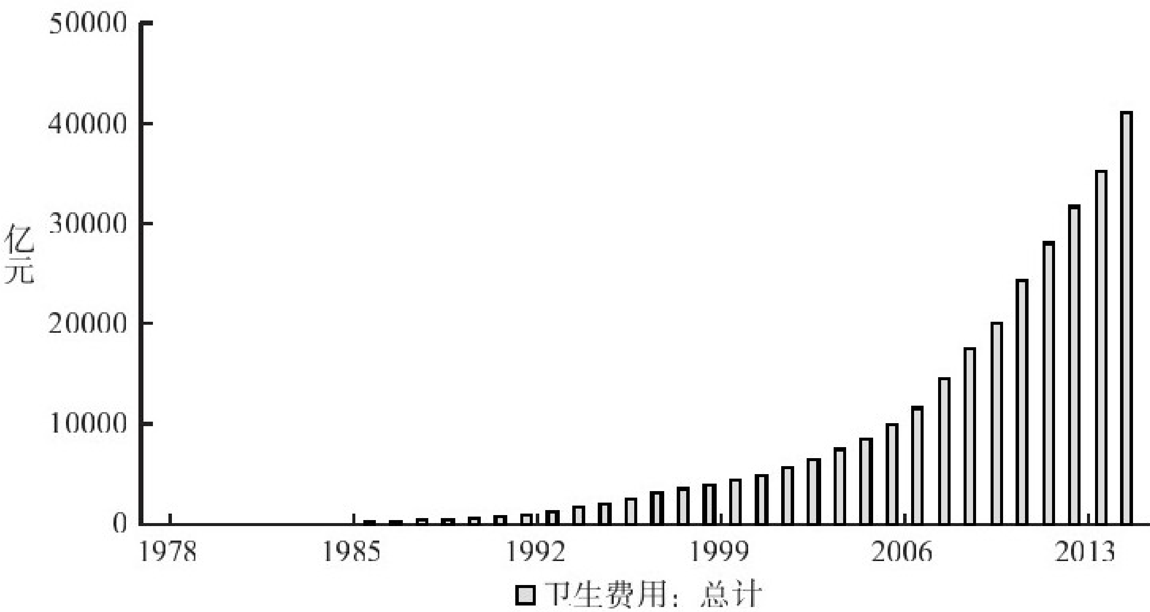


图6-10　卫生费用情况

三、为什么是科伦药业

（1）截至目前，医药行业市值超过一千亿的第一梯队已经有四家公司了，恒瑞医药依托其无与伦比的研发高高在上，康美、复星和云南白药也在千亿出头徘徊。而第二梯队的公司均在200亿元到500亿元之间。如表6-13所示。

表6-13　医药行业市值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排名	代码	证券简称	总市值	市盈 PE			市净率 PE（MRQ）
				TTM	17E	18E	
	最高值	最高值	1,955.48	4,681.31	132.43	88.29	42.14
	平均值	平均值	83.13	39.39	37.57	29.50	4.65
1	600276.SH	恒瑞医药	1,955.48	65.44	62.45	51.37	13.55
2	600518.SH	康美药业	1,093.73	28.05	26.92	22.18	3.52
3	600186.SH	复星医药	1,037.42	35.21	32.95	28.01	4.20
4	000538.SZ	云南白药	1,023.70	32.34	31.09	27.09	5.85
5	600322.SH	白云山	492.47	26.97	25.09	22.13	2.84
6	600085.SH	同仁堂	453.00	45.56	44.28	39.98	5.50
7	002294.SZ	信立泰	438.28	30.21	29.31	25.53	7.67
8	002773.SZ	康弘药业	414.15	68.81	64.16	49.34	12.48
9	600535.SH	天士力	407.66	31.08	28.86	24.35	4.80
10	002411.SZ	必康股份	402.84	45.52	—	—	4.57
11	000423.SZ	东阿阿胶	398.63	21.28	19.22	16.80	4.43
12	600867.SH	通化东宝	397.88	50.43	47.45	37.40	9.15
13	002001.SZ	新和成	394.84	31.38	25.37	18.26	4.76
14	600436.SH	片仔癀	387.15	53.05	52.44	40.76	9.59
15	603858.SH	步长制药	362.85	22.11	—	—	2.87
16	002422.SZ	科伦药业	355.68	82.02	47.41	39.76	2.98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排名	代码	证券简称	总市值	市盈 PE			市净率 PE（MRQ）
				TTM	17E	18E	
17	000513. SZ	丽珠集团	341. 19	8. 63	17. 87	32. 12	3. 60
18	600566. SH	济川药业	304. 50	26. 13	25. 08	20. 14	7. 76
19	600521. SH	华海药业	299. 51	49. 85	49. 05	40. 64	6. 38
20	600299. SH	安迪苏	286. 96	23. 29	21. 35	15. 29	2. 25
21	000623. SZ	吉林敖东	265. 58	15. 14	－－	－－	1. 33
22	002019. SZ	亿帆医药	264. 45	25. 31	22. 11	19. 78	4. 38
23	000999. SZ	华润三九	252. 07	19. 58	17. 98	15. 53	2. 65

（二）输液王者的转型。

公司原本做大输液起家，通过对外收购和对原有生产线的改扩建，产能提升极为迅猛，市场占有率也遥遥领先。2003年科伦超过双鹤成为中国第一大大输液生产企业。截至2016年，全国大输液市场约百亿瓶袋，价值约200亿元。其中，前三名共计占有73%的市场份额，分别是科伦、华润双鹤、石四药，占据的市场份额分别为44%、18%和11%。

这说明两个问题：

一是从科伦药业的发展过程确认这是一家有进取心、有方法、有能力的企业。

二是未来输液市场虽然没有太大的增量，但是每年60亿元左右的收入和15亿元左右的自由现金流可以为其他两条腿的成长提供源源不断的血液。这块每年的利润近几年应该能维持在10亿元左右。

（3）抗生素。

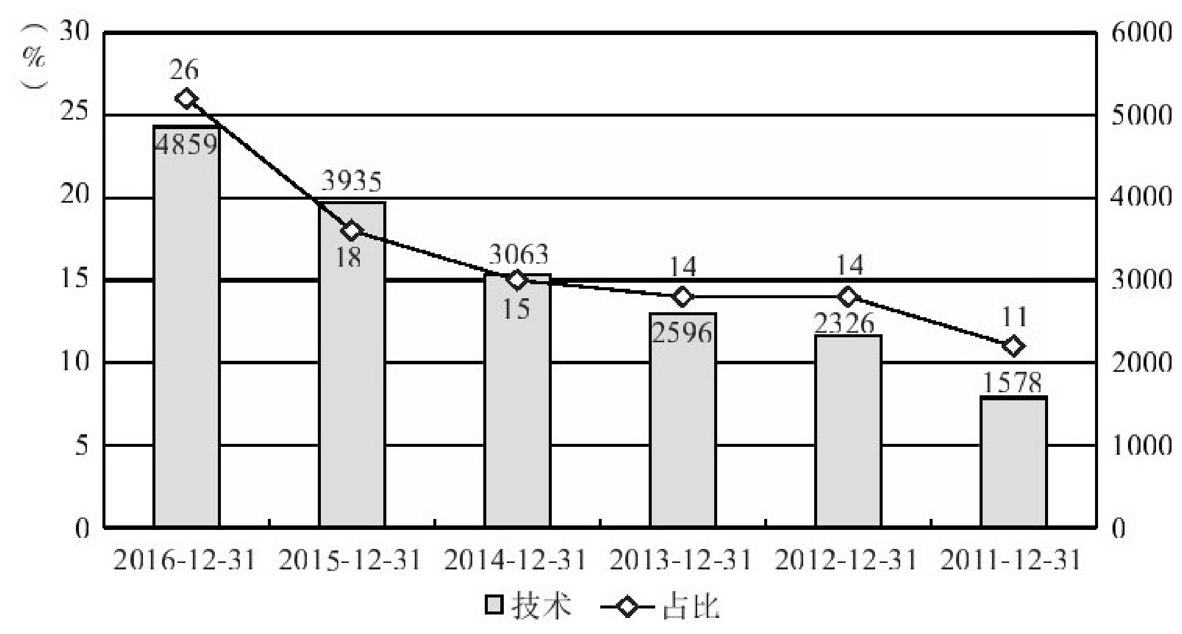
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2011年公司启动新疆伊犁抗生素项目建设，投资60亿元，主要为硫红一期产能3000吨，通过技改将升到3300吨；青霉素未来产能在3000吨以上，6APA产能5000吨，7-ACA预计产能4000吨。虽然科伦的抗生素因为环保问题一波三折，但是终于在2017年实现了三期的满产。

根据平安证券研报，成本斱面，硫红成本控制在210～220元/kg，新的菌种投入之后成本有望下降5%～10%。青霉素成本39元/kg，公司自产的原料液糖到位后预计降到35元/kg；6-APA目前成本125元/kg，液糖自产及收率提高后可以降到110元/kg以内；7ACA满产后预计降到280元/kg以内。按此计算原料药业务将为公司贡献利润总额8亿元，净利润6亿元。

（4）研发——优秀仿制药、创新小分子药物、新型给药系统和生物技术药物。

一是技术人员数量及占比，从公司上市以来，技术人员由2011年1578人增加至2016年4859人，占比由11%提升至26%。虽然在医药行业，人多不一定有用，但是没人肯定不行。如图6-11所示。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图6-11 技术人员数量及占比

二是研发投入。有了人就有了投入，科伦药业在研发这里一直是大手笔。近三年研发投入15亿元，排在所有医药上市公司第五名（可以对比一下第十六的市值排名），而且相对来说，资本化比例仅低于恒瑞和海正，净利润更实在。如表6-14所示。

表6-14 科伦药业研发投入

证券简称	2016年本期费用化研发支出（亿元）	2016年资本化研发支出（亿元）	2016年研发支出合计（亿元）	2015年研发支出合计	2014年研发支出合计	三年合计
恒瑞医药	11.84	–	11.84	8.92	6.52	27.28
复星医药	7.15	3.91	11.06	8.30	6.85	26.21
海正药业	4.11	3.64	7.75	8.28	5.58	21.61
上海医药	6.54	0.16	6.71	6.18	5.12	18.01
科伦药业	5.47	0.66	6.13	4.98	3.89	15.00
健康元	5.87	0.21	6.09	4.96	3.87	14.91
天示力	3.66	0.74	4.40	5.03	3.67	13.10
人福医药	3.22	1.80	5.02	4.04	3.34	12.40
步长制药	3.98	0.61	4.59	3.58	2.66	10.83
康缘药业	2.67	0.95	3.62	3.55	2.39	9.56
白云山	3.30	–	3.30	3.16	2.79	9.25
华海药业	3.39	0.25	3.64	2.73	2.25	8.62
丽珠集团	4.73	0.02	4.75	3.76	–	8.50
沃森生物	1.27	1.84	3.11	2.68	2.26	8.05

三是2017年以来研发的成果明显增多。从公司公告来看，前两年获批临床、注册或者生产的仅两种，而目前已经超过十种，这是连续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多年几十亿投入后开花结果。如表6-15所示。

表6-15 科伦药业公司公告

公告日期	标题
2017－12－07	科伦药业：关于公司脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液获批生产的公告
2017－12－01	科伦药业：关于公司创新静脉麻醉药物 KL100137 脂肪注射液获得临床批件的公告
2017－12－01	科伦药业：关于公司注射用帕瑞昔布钠获得药品注册批件的公告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公告日期	标题
2017－10－24	科伦药业：关于公司微晶产品阿立哌唑长效肌肉注射剂获临床试验批件的公告
2017－09－29	科伦药业：关于公司创新重组抗 PD－L1 人源化单克隆抗体 KL－A167 获临床试验批件的公告
2017－08－17	科伦药业：关于中期票据获准注册的公告
2017－07－07	科伦药业：关于公司 1 类抗肿瘤药物 KL070002 获得临床试验批件的公告
2017－05－05	科伦药业：关于中超短期融资券获准注册的公告
2017－04－14	科伦药业：关于公司创新抗 PD－L1 人源化单克隆抗体 KL－A167 注射液获注册受理的公告
2017－03－23	科伦药业：关于公司丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）获得注册批件的公告
2017－12－20	科伦药业：关于发行公司债券申请获得中国证券监督管理委员会核准的公告
2017－09－30	科伦药业：关于结直肠癌靶向大分子药物成功获批临床的公告
2017－06－15	科伦药业：关于聚丙烯安瓿包装利巴韦林注射液获批生产的公告
2017－03－12	科伦药业：关于超短期融资券获准注册的公告
2017－08－08	科伦药业：关于短期融资券获准注册的公告
2017－07－15	科伦药业：关于公司复方醋酸钠林格注射液获注册批件的公告
2017－04－09	科伦药业：关于注射用乳糖阿奇霉素/氯化钠注射液获批件的公告

仅从上面三个外行的分析就知道，科伦药业在研发方面的投入已经逐渐转化为收入和利润了，但是这里转化为收入和利润的规模暂时不好预计。

但是考虑到医药30倍的市盈率水平，大输液10亿元、抗生素6亿元和研发结果能达到的10亿元来看，很显然，千亿市值候选里可以投科伦药业一票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至于管理层，笔者看到无数人在表扬他们的务实、情怀和理想，这里不再赘述。

第五节 东方财富：当互联网遇见金融

其实东方财富的市值不仅到过千亿，最高的2015年6月份东方财富市值高达2000亿元，那是一个疯狂的年代。时至今日，东方财富市值560亿元，较最高点跌去七成，因此这篇文章更多的是记录，记录东方财富今日的情况。

一、企业简介

公司是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商，通过以“东方财富网”为核心，集互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网金融服务大平台，向广大互联网用户提供基于互联网平台应用的产品和服务。

公司主要业务有证券业务（东方财富证券）、金融电子商务服务业务（天天基金）、金融数据服务业务及互联网广告服务业务（东方财富网）等。如表6-16所示。

表6-16　东方财富主要业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	营业总收入	营业成本	毛利率	营业总收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
信息技术服务业	1,203,051,297.42	323,052,803.19	73.15%	-57.23%	-0.31%	-15.33%
证券业	1,148,766,712.75			915.11%		
分服务						
证券服务	1,148,766,712.75			915.11%		

	营业总收入	营业成本	毛利率	营业总收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
金融电子商务服务	870,649,230.27	84,481,817.71	90.30%	-64.35%	-44.69%	-3.45%

公司主营业务数据统计口径在报告期发生调整的情况下，公司最近1年按报告期末口径调整后的主营业务数据

二、为什么是东方财富

（一）东方财富网站的竞争力

中信建投研报称，从2012年年初至今财经资讯类互联网网站日均覆盖人数数据可以看出，东方财富网日均覆盖人数一直处于行业领先水平。根据艾瑞数据监测，截至2017年4月在财经网站中，东方财富网PC端月度覆盖人数达到7527万人，居于同类网站首位；日均覆盖人数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也位居第一，达到1079万人，大致与前十名中的其他9名网站覆盖人数总和相当。如图6-13所示。

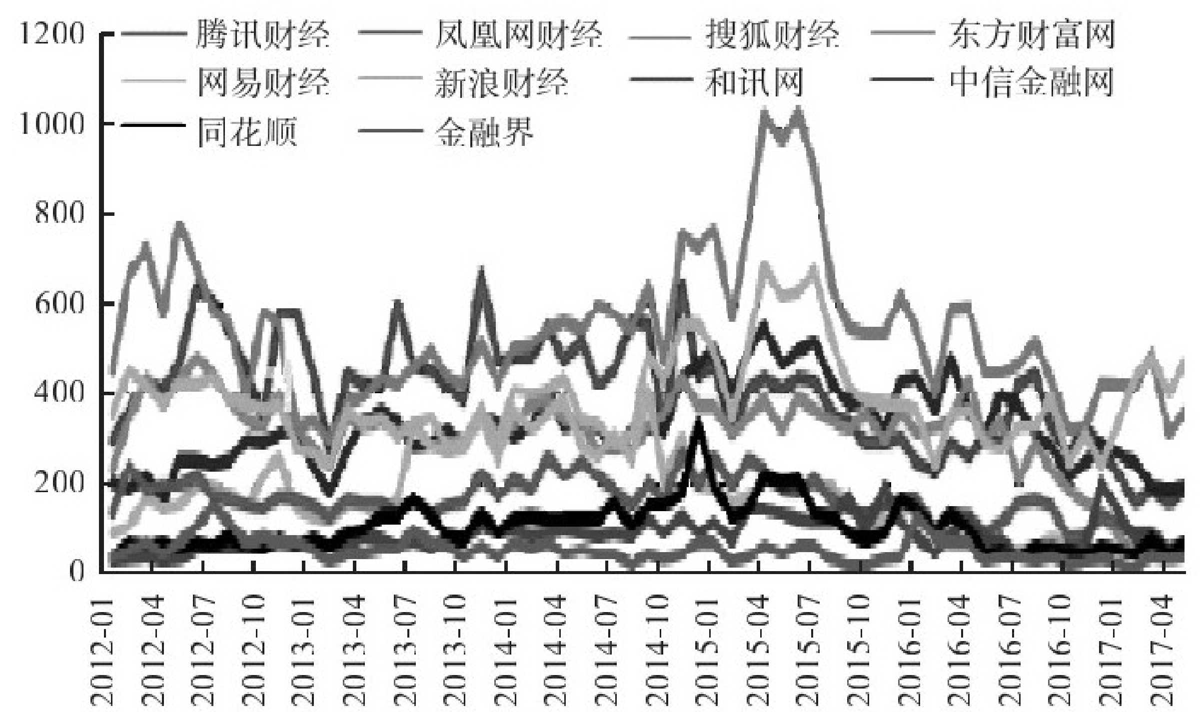


图6-13　互联网网站日均覆盖人数数据

数据来源：Choice（中国互联网信息中心），中信建投研究发展部

从用户黏性上看，根据中国互联网信息中心监测，从2012年年初至今财经资讯类互联网网站日均访问次数和日均访问时长数据可以看出，东方财富处于行业龙头地位，优势明显。2017年5月，东方财富网在日均访问次数和日均访问时长市场份额占比分别为35.94%和30.73%，居同类财经网站第一，网站用户黏性高。如表6-17所示。

表6-17　财经资讯类互联网网站日均访问次数和日均访问时长数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	日均访问次数	日均访问时长
东方财富网	35.94	30.73
新浪财经	22.52	25.94
腾讯财经	7.55	11.09
凤凰网财经	7.01	3.88
同花顺金融服务网	3.75	3.08
中财网	3.63	6.58
网易财经	3.52	3.59
中信金融网	3.11	3.96
和讯网	3.06	2.16
金融界	2.89	2.77
搜狐财经	1.93	2.93

数据来源：Choice（中国互联网信息中心），中信建投研究发展部

东方财富网站带来的金融数据服务收入和广告费收入其实没那么高，每年也就3亿元，毛利不足1亿元，未来增长空间也不大。但是在给接下来的东方财富证券引流上，发挥着巨大的作用。

（二）金融电子商务服务业务

东方财富的基金代销资格是2012年获批的，基金代销业务是东方财富实现流量变现的重要一步，也是打造互联网金融生态圈的关键之举，对传统的银行、券商渠道带来了较大的冲击。目前来看，由于互联网渠道的增加，竞争越发激烈，比如2016年和2017年天天基金虽然代销基金数量是最多的，但是陆金所和蚂蚁因为有富爸爸的原因，逐渐追上来了。如图6-14所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

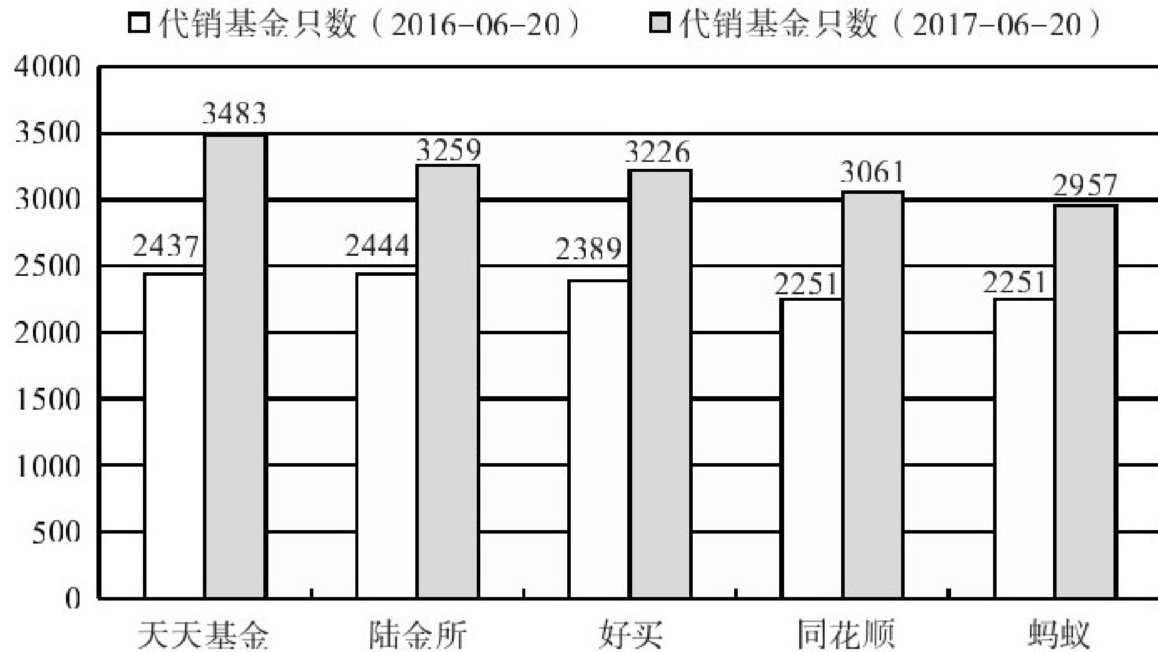


图6-14　代销基金数量前五名的机构

数据来源：WIND，中信建投研究发展部

随着基金代销机构数量的大幅增加，行业竞争愈演愈烈，不可避免的价格战，但是不得不说这块业务依然具有极高的弹性：基金业的规模空间、基金代销规模空间、未来投资规模的变动等。此块业务2016年实现收入8.7亿元，毛利率高达90%（因为只提供渠道），当然牛市的2015年，此块业务贡献23亿元的毛利。

（三）证券业务

2015年4月，东方财富发行股份以约44亿元收购西藏同信证券，并配套募资40亿元同于增加同信证券资本金。2015年12月公司正式完成对同信证券收购，具备了券商全牌照，包括经纪、自营、保荐承销和财务顾问、证券投资咨询、资产管理、融资融券，一跃成为互联网券商，打开证券业务，加速公司转型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为东方财富网的原因，收购后公司经纪份额高速增长。根据上海证券交易所和深圳证券交易所会员股票交易金额数据统计计算，2015年12月，公司在完成对同信证券的收购时，经纪业务市场份额为0.470%。经过短短一年半的发展，2017年5月东方财富证券经纪业务市场份额飞升至1.524%，实现超过三倍的增长。目前，东方财富证券在所有证券公司中排名第18位，跃居全部券商前1/6，相比2015年4月的75名排名提升了57位。如图6-15所示。

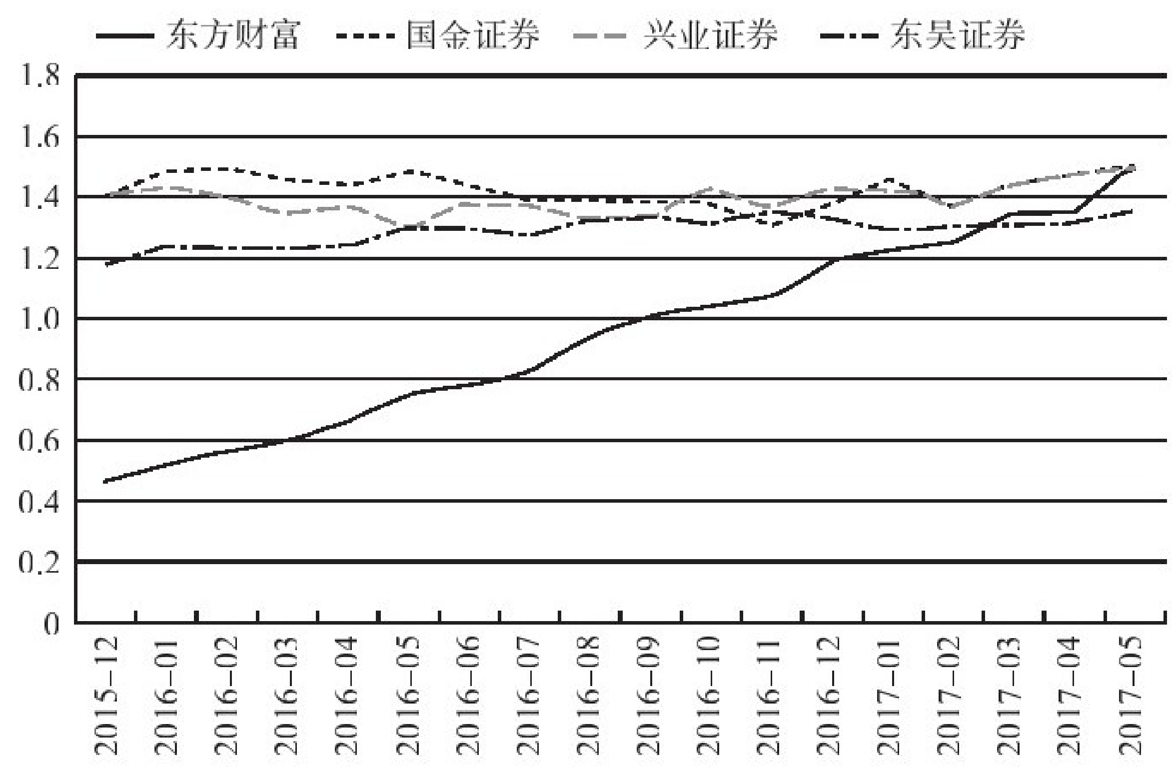


图6-15　东方财富证券经纪业务市场份额

数据来源：WIND，中信建投研究发展部

对于经纪业务来说，公司的三年内预计可能达到前十左右，达到4%。虽然这块业务因为佣金费率特别低而产生较少的佣金收入，但是带来的融资融券业务收入肯定是让人吃惊的。但是因为东方财富的小客户较多，满足两融的客户相对较少，长期来看，两融占比应该可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回到股基份额。东方财富现有的两融份额由2016年6月0.17%，用不到一年的时间飞速提升至2017年5月的0.62%，达到超过三倍的增长。

这块业务的利差在3%左右，按照100亿元到200亿元的规模，净收入在3亿元至6亿元。这也是公司发行50亿元可转债里40亿元用于两融业务的原因。如表6-18所示。

表6-18　东方财富拟投资项目

序号	拟投资项目名称	募集资金拟投入金额
1	信用交易业务，包括两融业务股票质押业务等	不超过 40 亿元
2	证券投资业务	不超过 4 亿元
3	对东方财富证券全资子公司同信投资有限责任公司进行增资	不超过 3 亿元
4	增设证券经纪业务营业网点	不超过 3 亿元
合计		不超过 50 亿元

总结：东方财富已经跟传统券商业务没有太大区别，但是独一无二的地方就是它是互联网企业演变而来的，拥有互联网企业独一无二的优势。有牛市来，市值过千亿很容易；即使没有牛市来，公司市值也有过千亿的那一天。

第六节　美年健康：体检行业能否孕育一家千亿市值公司

美年健康的发展历程如下：

一、公司简介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美年大健康成立于2004年，美年健康是一家以健康体检为核心，集健康咨询、健康评估、健康干预于一体的专业体检和医疗服务集团，也是目前中国最大的个人健康大数据平台。

截至2016年年底，美年健康在全国30多个省、100多个核心城市拥有近300家医疗及体检中心，拥有全职专家、专业医护及管理团队近20000人，年服务客户近1500万人次。

二、行业

根据卫生年鉴最新数据，广义健康检查总市场规模达到3.67万亿元。其中，医院约占40%、社区14%、乡镇卫生院占40%、专业医疗机构占7%。如图6-16所示。

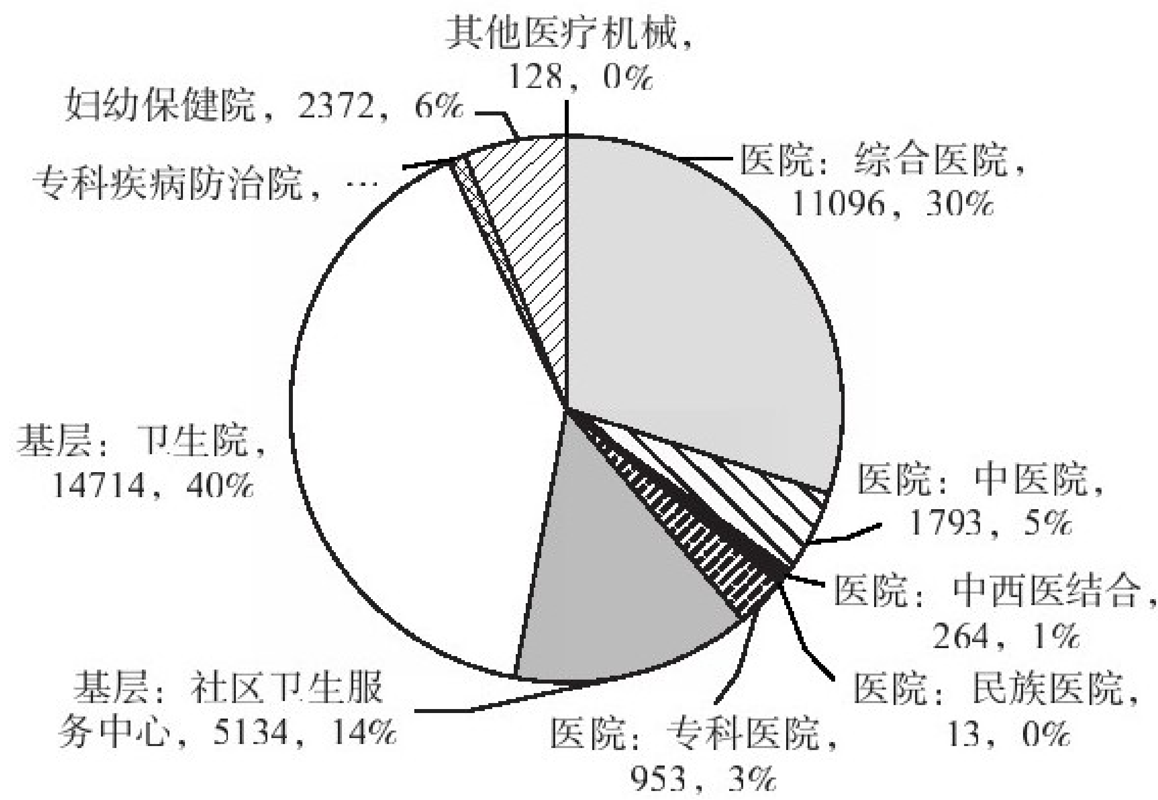


图6-16　健康检查总市场规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数据来源：卫生统计年鉴，财通证券研究所整理

备注：最新数据仅2012年

2016年医院健康检查规模达到接近1.6亿人次，最近十年的符合增长率在8.8%。其中，公立医院规模约是民营医院的6～7倍。从增速来看，近五年民营医院复合增速13%，公立医院复合增速5%。如图6-17所示。

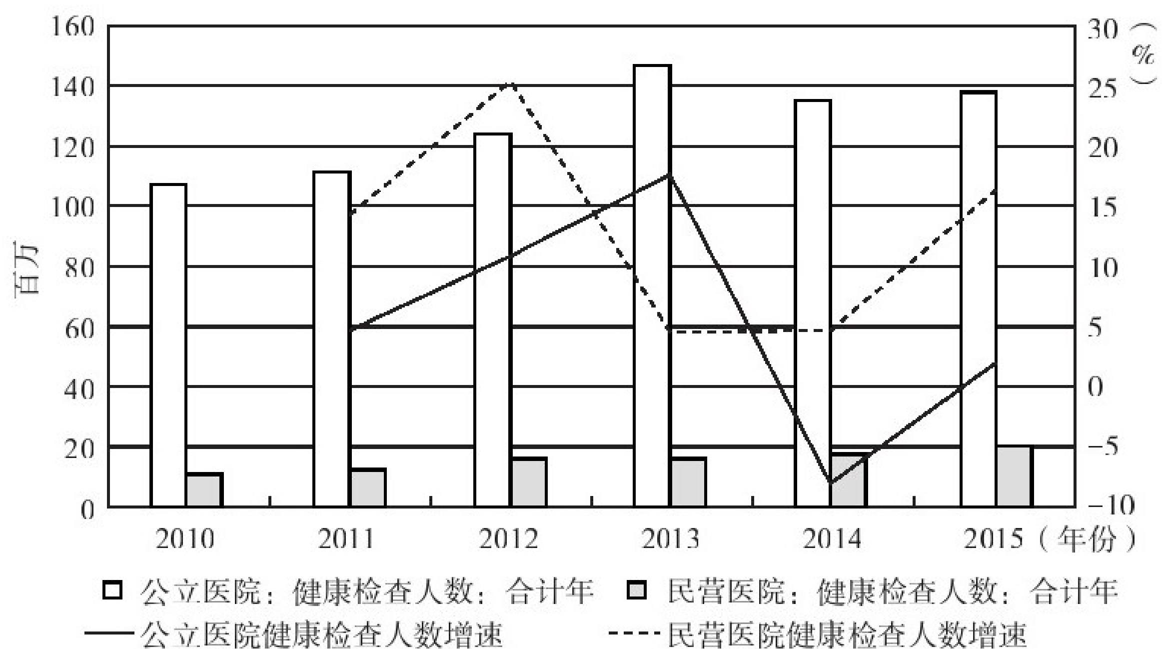


图6-17　公立医院和民营医院健康检查规模及增速

数据来源：卫生统计年鉴，财通证券研究所整理

健康体检行业具有较强的季节性特征，这与客户的消费习惯有较大的关系。一般来说，一季度为业务淡季，四季度为业务旺季，二、三季度业务相对平稳。前三季度体检业务收入一般约占全年收入的65%左右，第四季度营业收入约占全年营业收入的35%左右。专业体检机构的营业成本主要为房租、折旧、摊销、人员工资等固定成本，各季度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成本占全年成本的比重基本稳定。因此，收入的季节性波动导致发行人一季度和四季度的业绩波动较大，一般前两季度尚无法实现盈亏平衡，四季度营业收入和利润均为全年最高，存在业绩的季节性波动。

美年健康年报称，根据中为咨询的预测，未来中国健康体检潜在市场总规模达3920亿元，专业体检机构的潜在市场规模可达1960亿元。预计2020年中国健康体检市场总规模达2559亿元，专业体检机构市场将达到520亿元的收入规模。

此外，美年健康的入口价值越发凸显，这是个万亿规模市场的入口。

三、为什么是美年健康

（一）美年健康的发展

2012年之前，美年的体检家数还在慈铭和爱康国宾之后，但仅仅三年之后，美年已经排在行业第一了。如图6-18所示。

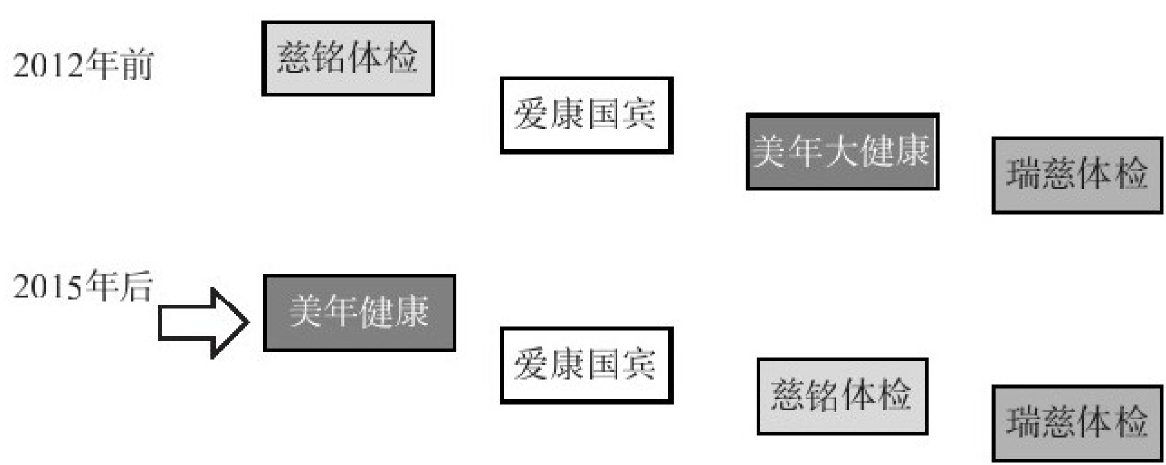


图6-18　2013—2015中国专业健康体检格局重构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同时，美年在2016年收购了慈铭体检，体检中心数量暴增至264家。如图6-19所示。



图6-19　美年2009—2017年体检中心数量

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理　注：2015年前披露控股门店数目；2016年起口径变化，为合计在营门店（包含参股门店及慈铭）。

美年健康的快速发展：一是证明了管理层的能力；二是因为借助资本的力量。2011年至2015年融资近20亿元，而同期的爱康国宾仅融资9亿元，慈铭融资不足2亿元。

未来，美年健康的业绩就在于体检人数的增加和客单价的提升。公司预计2017年预计服务规模达到2000万人次、2019年目标4000万人次。如图6-20所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

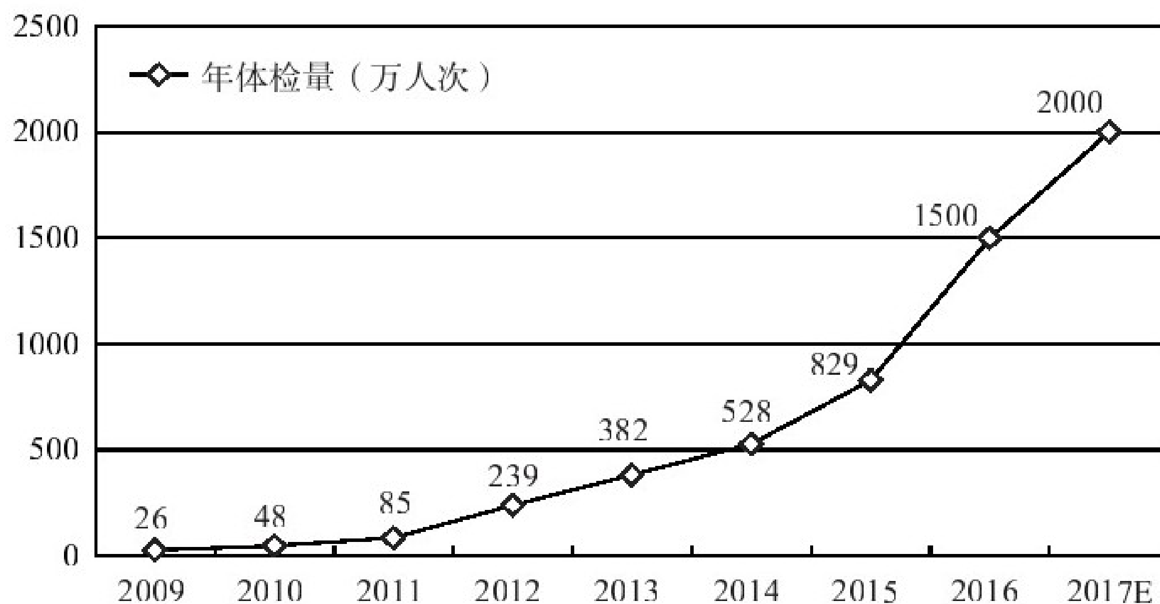


图6-20　美年2009—2017年体检人数

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理　注：2016年起计入慈铭体检人数，2017E为公司中报披露全年预计人次。

此外，客单价的提升对未来业绩的提升也是一大看点，2017年客单价较2016年同比就增长了22%。如图6-21所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

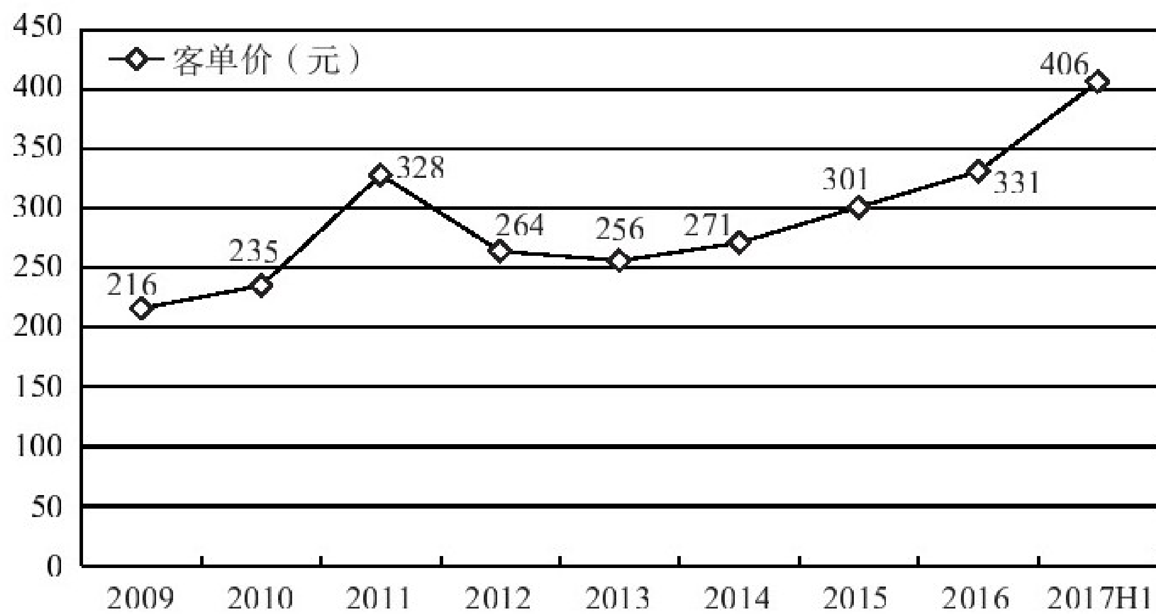


图6-21　美年2009—2017年客单价

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理　注：该数据比实际可能略低，因为慈铭体检收入尚未并表，而检验披露人数包含慈铭。

利润预测，公司近三年的净利率在10%～12%。按照公司的预测，2017年实现净利润约2000×406×11%=8.8亿元（当然预计很难实现）。长远来看，假设客单价能到500元，那么30亿元净利润需要300000/500/0.11=5454万元。按照公司的预测，2020年预计可以达到。

（二）入口价值的实验

近年来，美年注重核心赛道布局，建立了口腔医疗连锁服务、高端医疗器械整合、远程医疗等平台，吸引了包括美维口腔、安翰医疗等在内的优秀战略合作方，这种战略合作以体检为入口，促成大健康平台闭环，并且随着美年规模的扩大，优势资源集聚效应明显。此次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与国内疫苗龙头智飞生物的合作，证明美年的生态圈价值获得了高度认可，以体检为中心的生态圈得到了有效延伸，公司品牌效应进一步增强。

第七节 亨通光电：疾驰的白马，你敢不敢上

一、公司简介

亨通光电专注于光纤通信和电力传输领域，构筑形成光纤通信和量子通信全产业链及自主核心技术，进军海洋工程、量子保密通信、大数据等高端产品及新领域，拓展新的战略空间，形成“产品+运营+服务”全价值链优势，致力于打造全价值链综合服务商。

公司的主要业务分为：光纤光缆及相关产品（含光纤光缆、电力传输、工业特种线产品、新能源智能线控产品）、铜导体产品、光通信网络设计与系统集成、海洋工程产品、网络安全及大数据应用及其他。如图6-22所示。

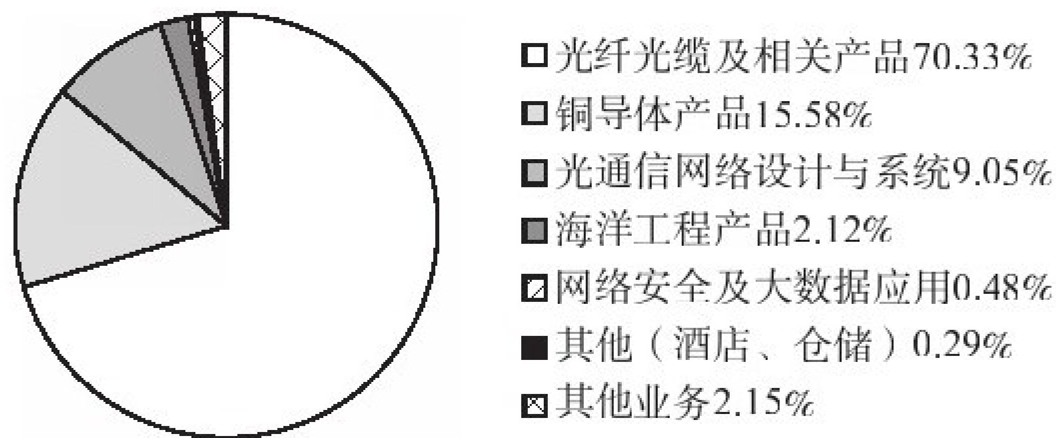


图6-22 亨通光电主要业务

数据来源：Wind资讯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、行业分析

（一）行业的需求分析

2018年1月9日，中国移动2018年光缆产品集中采购项目（第一批次）评标结果公布，此次光缆集采规模再创历史新高，采购规模约359.3万皮长公里（折合1.1亿芯公里）。此次集采份额分布更接近各公司实际产能水平，行业供给紧张。预测价格在131元/芯公里左右，同比上升8%～11%，呈现量价齐涨的势态。

业内预计，2018年光纤光缆行业总需求有望达3.5亿芯公里（其中三大运营商集采规模可能超2.8亿芯公里，其他分布在广电、电力、石油等其他行业），增长20%以上。

未来几年，随着互联网业务的进一步发展，移动通信网络的建设，FHHT的大规模推广，物联网、云计算、5G布局等新应用的不断实现，光缆行业将迎来更广阔的发展机遇。从中国移动近两年的光缆集采也可看得出来。再加之工信部刚刚出台的《五年发展路线图》，光缆行业已经跨越周期属性，完成产业升级，目前仅处于持续高增长状态的中期。

（二）行业的供给分析

虽然需求旺盛，但光纤光缆供给却持续紧缺。这主要源于两个方面的因素：

一是国家针对日本、韩国和美国等国家的光纤/光纤预制棒反倾销政策。国际市场的冲击大大减弱，大量的光纤需求基本只能依靠国内产能，为国内光纤光缆市场营造了一个很好的竞争环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是国内光棒（光棒是光通信产业链的瓶颈）产能不足，扩产周期长，短期内供给提升难以满足需求的增长。

根据招商证券2017年一季度的整理和预测，国内各家产能2017年年底的预计产能为7900吨，全国总需求约为8667万吨。

目前业内专家预计2018年光棒产量能在8000吨左右，但需求应该在10000吨左右（1吨光棒生产3.3～3.5万芯公里光纤），考虑会少量进口替代，光棒仍然有14%的缺口。如表6-19所示。

表6-19　2017国内主要厂商光棒产能变化预测表（吨）

厂商	2017 年平均	2017 年年初	2017 年年底（E）
长飞光纤光缆	2050	1800	2300
亨通光电	1350	1200	1500
中天科技	1100	1000	1200
富通	800	800	800
烽火通信	700	600	800
康宁海南	350	0	700
法尔胜	400	400	400
通鼎互联	130	60	200
全国总产能	6880	5860	7900
全国总需求	8667	8667	8667
全国需求缺口	1787	2807	767
缺口率	21%	32%	9%

资料来源：招商证券整理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）亨通的领先优势

通过上述分析，不难看到，光纤光缆行业的供需缺口明显、景气度高。行业内公司将会普遍收益，那哪些股票的受益程度会更高呢？看光纤光缆公司的效益，其实只要看四方面就可以了。

（1）高产能，特别是自产光棒的产能。

这是决定性因素，得产量者得天下。

因为目前光纤光缆行业各环节利润分配的比例是光棒：光纤：光缆约为7:2：1，即光纤预制棒占利润的绝对大头。很明显，光棒产量最高的长飞光纤光缆是最佳的选择（可惜长飞在中国香港上市，大A股的小散们没法直接买到。2016年8月长飞刚刚被纳入港股通标的，开通港股通的可以看看。长飞也是行业内唯一一家有能力对外提供光棒销售的公司，确实很牛），亨通光电排名第二，但是A股的最佳受益标的。公司的光棒生产始终在寻求扩产，预计亨通光电2018年的产量能达到1700吨左右，主要风险点就是需要外购的芯棒套管产能不足，达不到公司生产需求。

行业如此景气，长飞科技、亨通光电、中天科技、烽火通信、通鼎互联、康宁海南、鑫茂科技等多家公司纷纷扩张产能。但这一窝蜂地扩产是否会引起产能过剩，导致行业利润下降呢？从目前的情况看，不足为虑。

第一，现在需求市场仍在高速发展，未来5年内FHHT，物联网、数据中心、5G布局、智慧城市等对光纤的需求会持续增长。

第二，扩产从点火到达产需要比较长的周期。现在光棒生产的设备主要还是依靠进口，从设计好方案、到厂房建造、设备安装、调试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到达产至少9个月以上，而且因为需要投入资金量大、技术要求高，各家公司一般都是逐步扩大产能，短期内难以有量的爆发。

第三，虽然国家对于光纤和光棒进行反倾销，但现在国内的光棒套管仍然有很大的比例是依靠进口。比如长飞和亨通光电的芯棒套管就有很大比例进口自德国公司贺利氏。如果国内光棒产能提升后，可以改变工艺，采用一体化成棒的方案，替代掉进口的这部分市场（套管占光棒的94%，是光棒的主体，可替代的空间巨大）。

而且，光纤行业的景气是全球性的，由于国际市场光纤需求的持续走强，而国际几大厂商扩产比较保守，现在国际光纤光缆的价格已经与国内相近。如果国内产能出现过剩，正好可以向国际市场转移部分销量，也是走出去的一个机会。

（2）低成本，着重看公司的运营水平。

在资源限定的情况下，如果能创造更多的利润呢？这就要看公司的运营水平，看谁的管理效率高，具体落实到结果就是看谁在毛利率高，谁的期间费用低（管理费用、销售费用、财务费用），谁的销售净利率高。

每个公司都有自己独特的管理之道，笔者很难给予公正的评判，从结果上看，在A股上市的5家公司2017年三季度的相关数据如表6-20所示。

表6-20　2017年三季度的相关数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司	销售净利率%	销售毛利率%	销售期间费用率%
烽火通信	4.2935	23.4897	19.7547
亨通光电	9.3582	21.1590	10.9723
中天科技	7.4636	16.6533	9.2017
通鼎互联	13.8489	28.9443	14.9657
法尔胜	1.3685	11.6562	9.7598

数据来源：Wind资讯

备注：此处应该根据业务来细分比较，比较各公司光纤光缆业务的数据。但三季报中没有业务细分的数据，再考虑大多数情况下主业务数据和公司整体情况具有很高的相关性，姑且以此代之了。

亨通光电的销售毛利率处于中游，销售期间费用处于较低的水平，销售净利率排在第二，健康度较高，具有一定的相对优势。（通鼎互联的销售毛利率高，部分原因是因为其通信设备、流量及数据经营业务的毛利率较高，拉升了公司整体毛利率）

根据2016年各公司年报披露的信息，亨通光电光纤光缆及相关产品的营业收入占比70.33%最高。如果剔除掉“相关产品”，仅统计光纤光缆的情况，营业收入占比30.98%，毛利率38.95%，远高于其他公司（因为年报中业务统计口径不同，相关数据只能作为参考，不能简单比较）。从中不难发现，亨通光电的光纤光缆业务在同行中具有很明显的优势。如表6-21所示。

表6-21　亨通光电的光纤光缆业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司	统计项目	营业收入占比	毛利率
烽火通信	光纤光缆及电缆	62.44%	16.21%
亨通光电	光纤光缆及相关产品	70.33%	24.49%
	光纤光缆	30.98%	38.95%
中天科技	光通信及网络	26.66%	34.26%
通鼎互联	光纤光缆	42.57%	27.60%
法尔胜	——	——	——

数据来源：Wind资讯

备注：法尔胜主营业务中光纤光缆未单独统计，无法进行比较。

（3）高集中，市场寡头竞争的趋势。

除了以上两个直接受益因素，还有一个隐性因素——行业集中度越来越高。

中国移动2018年普通光缆第一批次集采项目中标的有17家企业。如表6-22所示。

表6-22　中国移动2018年普通光缆第一批次集采项目中标的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中标公司	中标份额	门派
长飞光纤光缆股份有限公司	17.31%	长飞系
杭州富通通信技术股份有限公司	15.91%	
江苏亨通光电股份有限公司	12.57%	亨通系
江苏中天科技股份有限公司	11.17%	
通鼎互联信息股份有限公司	7.54%	
深圳市特发信息股份有限公司	1.95%	长飞系
湖北凯乐科技股份有限公司	3.91%	长飞系
宏安集团有限公司	2.79%	亨通系
成都康宁光缆有限公司	2.14%	
江苏南方通信科技有限公司	3.63%	亨通系
江苏永鼎股份有限公司	2.79%	长飞系
江苏通光信息有限公司	1.68%	
浙江富春江光电科技有限公司	1.95%	
烽火通信科技股份有限公司	8.38%	
西安西古光通信有限公司	1.95%	亨通系
山东太平洋光纤光缆有限公司	1.95%	长飞系
江苏中利集团股份有限公司	2.38%	长飞系

资料来源：通信世界网

拥有自主光棒和充分产能的公司在集采中的优势比较明显，前6家合计中标72.88%，并且近4次集采招标，前6家份额均超过70%，逐步形成六寡头时代。按照马太效应的演化规律，未来国内光纤行业集中度有望进一步提升，龙头公司更为受益。其中长飞系（加上凯乐科技、特发信息、太平洋光纤光缆、永鼎股份、中利集团）合计中标份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

30.29%；亨通系（加上南方通信、西安西古、宏安集团、富春江、通能信息）合计中标份额为22.89%。不难预测，以后在资金密集型和技术密集型的光纤光缆市场，将是长飞和亨通两雄争霸的局面。目前长飞系暂时领先，但未来如何，还存在诸多变数。

（4）全覆盖，光通信全产业链布局。

作为“全价值链综合服务商”，亨通光电是全球棒—纤—缆—ODN纵向一体化产业能力的龙头之一。公司在光通信领域的布局可谓十面埋伏，从基础端的光纤光缆、光器件到应用端的大数据、量子通信、智慧社区、物联网等，通过行业解决方案、EPS总承包进行资源整合，实现“全产业链综合服务商”。多元化布局仍然支持公司快速成长，足可见亨通光电在光通信行业布局的眼光和决心。如图6-23所示。

光棒生产方面，亨通光电目前拥有自主研发的CCVD新工艺，生产的光纤预制棒具有优越、可靠的性能。

光纤光缆生产方面，亨通光电收购、参股，或有战略合作关系的包括南方光纤、西古光通、威海威信、宏安集团、富春江光电等多家公司，逐步形成围绕亨通生产的光纤预制棒的产业集群。与长飞系在光通信领域并驾齐驱，具有很强的话语权与定价权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

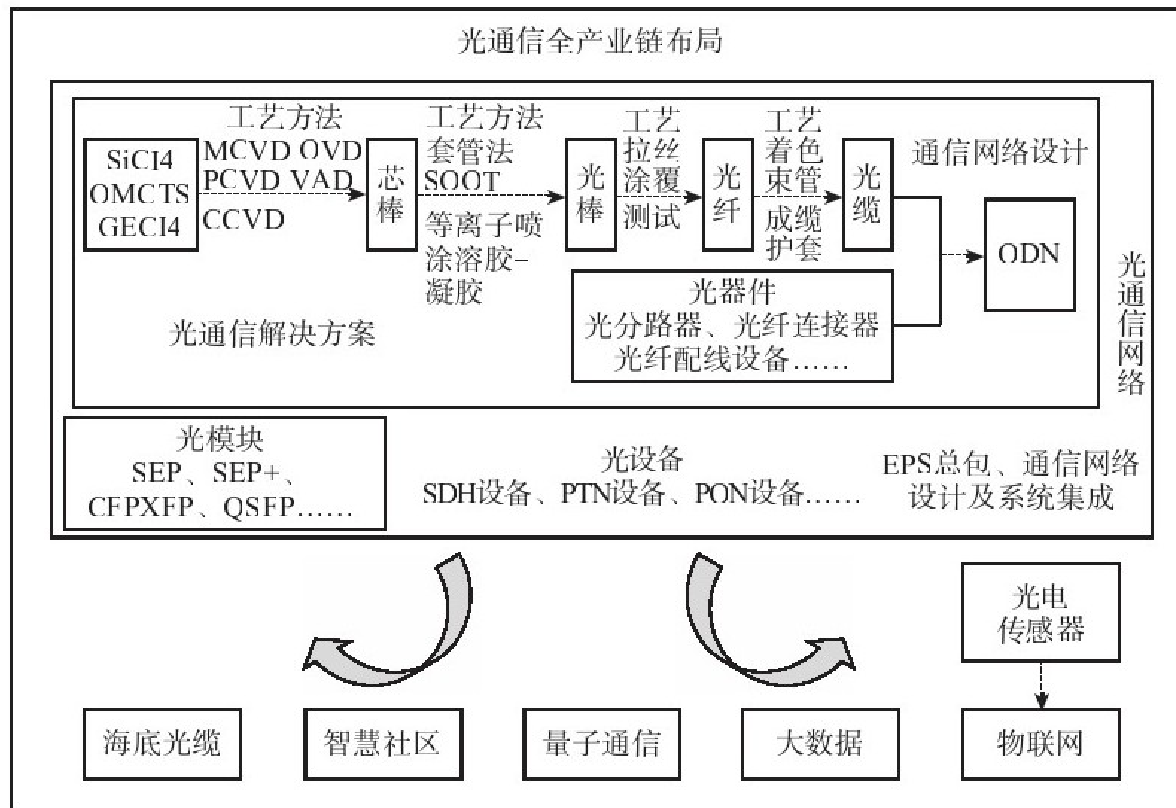


图6-23　亨通光电产业链布局

光模块方面，亨通光电与英国洛克利硅光子公司共同出资，在苏州市吴江区设立江苏亨通洛克利科技有限公司，从事25/100G硅光模块生产、销售，项目总金额达4200万美元，合作公司英国洛克利硅光子公司创始人AndrewRickman博士在光器件行业可是大名鼎鼎，拥有几十年的行业积累和对硅光子的深刻理解。再加上与光纤光缆业务的协同效应，光模块业务在不久的将来必将大放异彩。

整体光通信方面，作为全球光纤通信前3强、中国光纤光网领域规模最大的系统集成商与网络服务商，亨通、大力布局量子通信、光纤感知及物联网技术、大数据与网络安全、智慧社区、新能源、海洋观测网等新兴产业、新兴领域，在光纤通信领域构筑形成了光纤通信和量子通信全产业链及自主核心技术，进军海洋工程、量子保密通信、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大数据等高端产品及新领域，拓展新的战略空间，形成“产品+运营+服务”全价值链优势。

三、财务指标分析

（一）现金流

从2013年至2016年的现金流可以看到，公司经营活动现金流非常健康，现金流覆盖净利润的比较高达1.39（一般情况下到1就是比较健康的），即四年实现净利润29.17亿元，流入的现金流高达40.76亿元，1元的净利润带来1.39元的现金流入。

作为一只高速成长股殊为不易，笔者看公司的现金流变动情况，可以发现公司存货增加较少，预计公司的存货周转率大幅上升。同时笔者看到伴随着规模的增长，公司应收和应付的增加幅度几乎一致，均是43亿元左右，说明公司上下游协调能力几乎一致。在考虑到公司的下游是三大运营商为主，就知道这件事殊为不易。如表6-23所示。

表6-23　亨通光电2013年至2016年的现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	累计	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31	2013－12－31
净利润	29.27	15.23	6.93	3.83	3.27
加：资产减值准备	2.43	0.97	0.73	0.48	0.24
固定资产折旧	12.06	3.71	3.32	2.66	2.36
财务费用	14.30	3.73	4.55	2.97	3.06
投资损失	－3.49	－2.72	－0.56	－0.10	－0.12
递延所得税资产减少	－0.41	－0.13	－0.18	－0.06	－0.04
递延所得税负债增加	0.07	0.03	0.04	0.00	0.00
存货的减少	－14.15	－2.42	－3.08	－5.30	－3.35
经营性应收项目的减少	－43.54	－22.35	－9.34	－8.45	－3.41
经营性应付项目的增加	43.17	29.28	8.95	6.02	－1.08
经营活动产生的现金流量净额	40.76	25.79	11.57	2.28	1.13
现金流覆盖比	1.39	1.69	1.67	0.59	0.34

（二）杜邦分析

从杜邦分析来看，公司近几年的ROE大幅增长，主要是行业景气带来的净利率及周转率的提高，预期2017年ROE会新高。考虑未来几年的行业景气度，大概率ROE能维持。如表6-24所示。

表6-24　杜邦分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017－09－30	2016－12－31	2015－12－31	2014－12－31
报告期	三季报	年报	年报	年报
杜邦分析				
净资产收益率（ROE）(%)	20.88	25.16	13.15	10.12
销售净利率	9.36	7.89	5.09	3.66
权益乘数	2.92	3.37	3.20	3.29
资产周转率	0.81	1.10	0.98	0.94

（该篇文章来自初善投资团队成员刘成）

第八节 中际旭创：硅谷基因的技术龙头——光模块之王

中际旭创的发展历程如下：

一、公司介绍

（一）主要产品

苏州旭创专注于10G/25G/40G/100G/200G/400G高端光通讯收发模块的开发、制造和客户技术支持，重点开发高速率、小型化、低功耗、低成本的高速光模块，为大型数据中心、数据通信、长途传输、无线网络等领域客户提供高性价比的光通信模块解决方案。公司的数通产品在全球领先，主要产品及应用场景如表6-25所示。

表6-25　中际旭创的数通产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产品	速率	特点	应用场景
400G OSFP	400G	采用8×50G架构方案。支持100m以内及10km以上的多种传输距离要求	以太网、数据中心和云网络（预计18年实现量产）
400G QSFP－DD	400G	包括8×50G和4×100G两种架构方案，支持100m以内及10km以上的多种传输距离要求	以太网、数据中心和云网络（预计18年实现量产）
100G QSFP28 Single Lambda	100G	具有小型化、低功耗和高速率的特点，传输距离可达2km	以太网
100G QSFP28	100G	包括SR4，AOC，CWDM4，CLR4，eCWDM4，PSM4，PSM4 pigtail，LR4，LR4 Lite，ER4 Lite系列；具有功耗低、体积小、速率高特性，有利于数据中心增加容量、提高端口密度和降低功耗	数据中心内部网络、数据中心互联、城域网
100G CFP4	100G	包括SR4，LR4（25G单速率，25G&28G双速率），ER4系列产品；具有功耗低、体积小、支持双速率等特性，可以兼容以太网和OTU4应用	支持下一代接入网络和城域网
40G QSFP＋	40G	包括SR4，eSR4，IR4，LR4，ER4，LX4，PSM IR4，PSM LR4，AOC and AOC breakout系列。具有功耗低、体积小、速率高特性，有利于数据中心增加容量、提高端口密度和降低功耗	数据中心、园区网络、城域网
25G SFP28	25G	包括SR，AOC，LR，ER Lite商业温度系列，以及IR（2km），LR，BIDI，CWDM等工业温度系列。具有功耗低、体积小、速率高、宽温度范围特性	数据中心、5G网络、25G以太网、光纤通道等环境
10G SFP＋Ethemet	10G	包括LR，ER，ZR和DWDW ZR（40km与80km）系列；具有功耗低、体积小、速率高等特性	数据中心、城域网、无线网络、传输网
10G SFP＋SONET	10G	包括LR，ER，ZR，DWDW ER，DWDW ZR系列	传输网

（二）核心优势

苏州旭创的销售机构和分销合作商服务于中国、北美、欧洲、日本、韩国、俄罗斯、以色列等国家和地区，其中，北美的销售收入占公司的70%左右。公司核心优势包括技术优势、量产能力和质量保证三方面。

（1）技术优势。

苏州旭创在光模块的设计、生产、封装、测试等环节具有全球领先的技术，核心技术包括：

• ChiponBoard（COB）光电子器件设计与封装技术。

• 单模并行光学设计与精密制造技术。

• 多模并行光学设计与耦合技术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

• 高速电子器件设计、仿真、测试技术。

• 自主开发，全自动，高效的测试平台。

（2）量产能力。

苏州旭创除了强大的人员支持、先进的设施设备，还有先进的ERP、MES和PLM管理理念和系统。能实现大批量、稳定的高端模块制造生产能力与高水平产品质量管理能力，可满足客户日益增长的订单及交付时间需求。

2017年10月27日，苏州旭创与铜陵市人民政府、铜陵经济技术开发区管委会签署了《项目投资协议书》，预计总投资额6.5亿元，购买土地约180亩，新建光模块生产基地。建成后将进一步提升公司高速光模块及相关产品的批量交付能力、成本竞争能力。

（3）质量保证。

苏州旭创建立了严格的质量管理体系（QMS），产品质量优异也是公司的竞争优势之一。

二、行业分析

光模块产业链包括上游包括光芯片、光器件，下游包括数据中心和通信运营商。整理如图6-24所示。

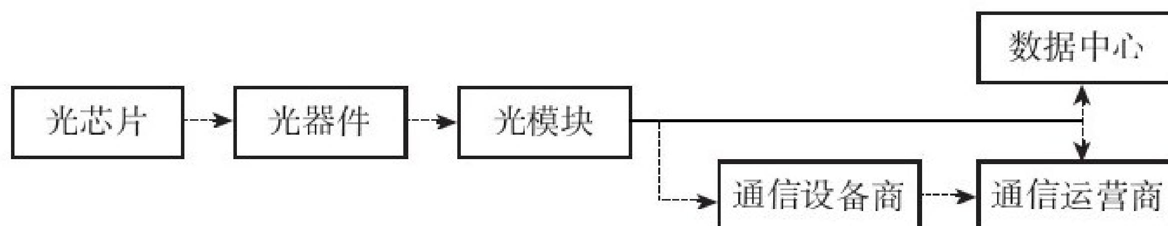


图6-24　光模块产业链

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）行业需求分析

光模块的主要应用市场可以分为电信市场和数据通信市场。

1.电信市场

电信市场如图6-25所示。

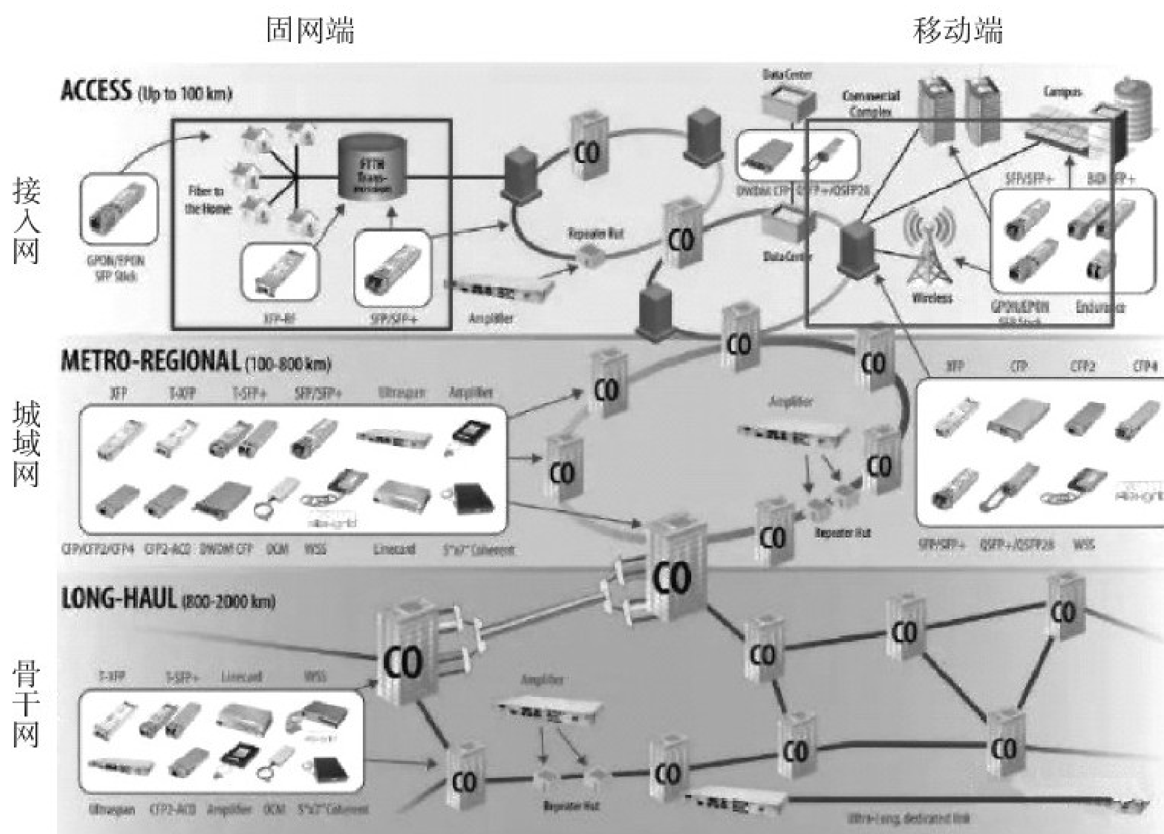


图6-25　电信市场

（1）应用场景。

在光模块的传统应用领域——电信市场，光模块主要的应用场景为接入网和传输网。接入网的场景又可以分为有线接入的GPON、XGPON场景和无线接入网中前传、回传、中传场景（5G组网方式中存在中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

传，4G不存在）。传输网可以分为城域网和骨干网，不同的场景使用的产品会有差异。

（2）发展前景。

由于电信市场光模块的应用起步早、产品门槛相对较低，目前竞争已经非常充分，相关产品的毛利率已经出现下滑。同时，4G网络建设高峰期刚过，5G网络建设尚未开始，各家运营商都在压缩资本性支出，光模块需求受到很大的影响。目前处于运营商上游、光模块厂商下游的设备厂商忙于处理库存，光模块需求萎缩，价格下降。

当然，笔者可以乐观地看到5G已经在路上。虽然5G相关标准尚未完全冻结，组网方案也存在变数。但5G部署、传输先行，为了5G发展提前铺垫，也为满足当前流量的急速增长，运营商传输网的城域网100G扩容序幕已经开启，高速率传输光模块需求回暖。另外，目前业内已就接入网的建设达成诸多共识：BBU-RRU方式重构为AAU-DU-CU方式，一方面原来前传、回传网络升级会带动高速率光模块的需求提升；另一方面新增加的中传环节带来新增的光模块需求。

（3）结论。

目前光模块电信市场需求疲软，但预计明后年会随着5G的商用爆发——主要是高速光模块的机会。苏州旭创认为未来5G能带来光模块的市场需求保守估计在80亿美元左右（实际部署到位需要3～5年的时间）。

2.数据通信市场

数据通信市场如图6-26所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

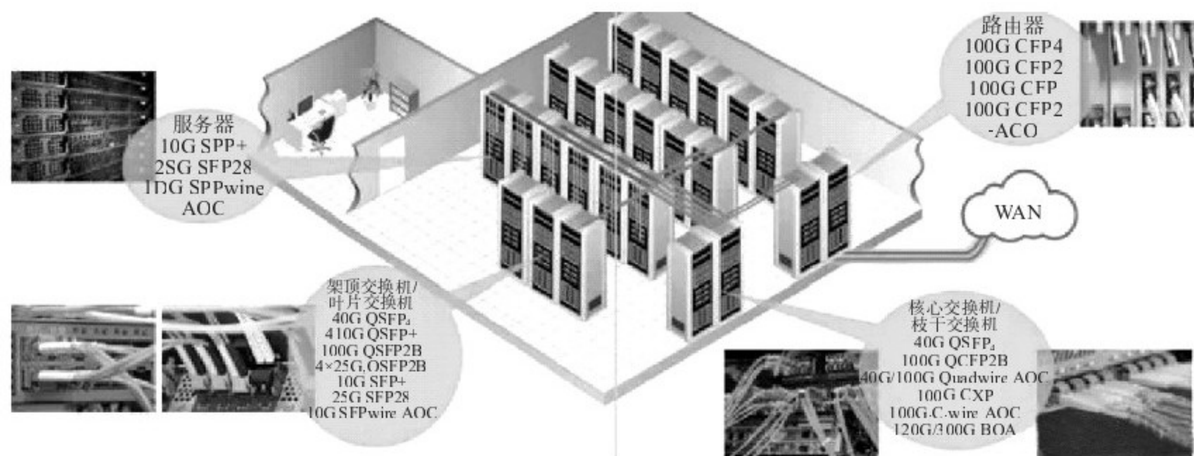


图6-26 数据通信市场

（1）应用场景。

光模块在数据中心的应用主要分为3种情景：数据中心内部、数据中心之间和数据中心向外传输。在数据中心架构演进的过程中，对光模块的需求产生新的变化，传统三层架构向新兴两层架构演化，单机柜需要配置的光模块数量显著增加。传统三层架构下光模块数量约为机柜数的8.8倍；新兴的两层架构下光模块数量约为机柜数的44倍或48倍，而且所需要的光模块均为高速光模块。

（2）发展前景。

根据数字宇宙（DigitalUniverse）研究报告显示，2012-2020年全球数据总量年增长率将维持在50%左右，到2020年全球数据总量将达到40ZB。而大部分互联网流量源于或止于数据中心。全球数据中心业务流量将从2015年4.7ZB增长到2020年15.3ZB，复合增速达到27%。在可预见的未来，数据中心流量将继续在互联网流量中占主导地位。

目前各大互联网内容提供商（ICPs）均在加快数据中心的布局。根据LightCounting预测，2017年以亚马逊AWS、微软、谷歌和脸书为代表的互联网公司在网光模块及相关技术的支出将达到10亿美元，比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年翻番，到2020年将达到近20亿美元，再次翻番。国内的BAT三家虽然起步较晚，但都已经加速布局，未来有望成为北美之外的又一高速增长市场。Ovum则预测，数通市场100G模块将持续高速增长，到2020年市场规模约达21.92亿美元，复合增长率76.35%。

数据中心对于光模块的需求主要是高速光模块，当前40G产品的需求量已经在下降，100G的市场需求在飙升（100G单模光模块的需求比多模更为迅猛），LightCounting预计到2020年数通市场的光模块产品将是经过200G过渡后，直接变为以400G产品为主的市场。如图6-27所示。

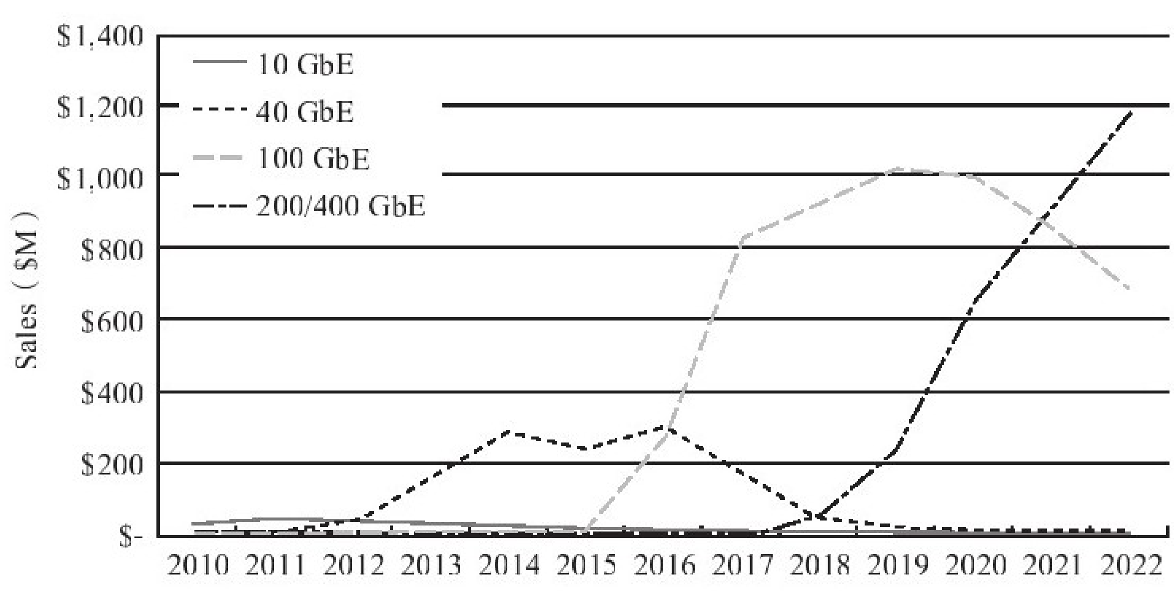


图6-27　LightCounting预测以太网光模块需求（百万只）

（3）结论。

高速光模块的需求持续高增长，未来3年的复合增长率预计76.35%，发展空间巨大。产品逐步向高速化发展，当前40G/100G是主流，未来200G/400G将成为主流。

3.比较分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

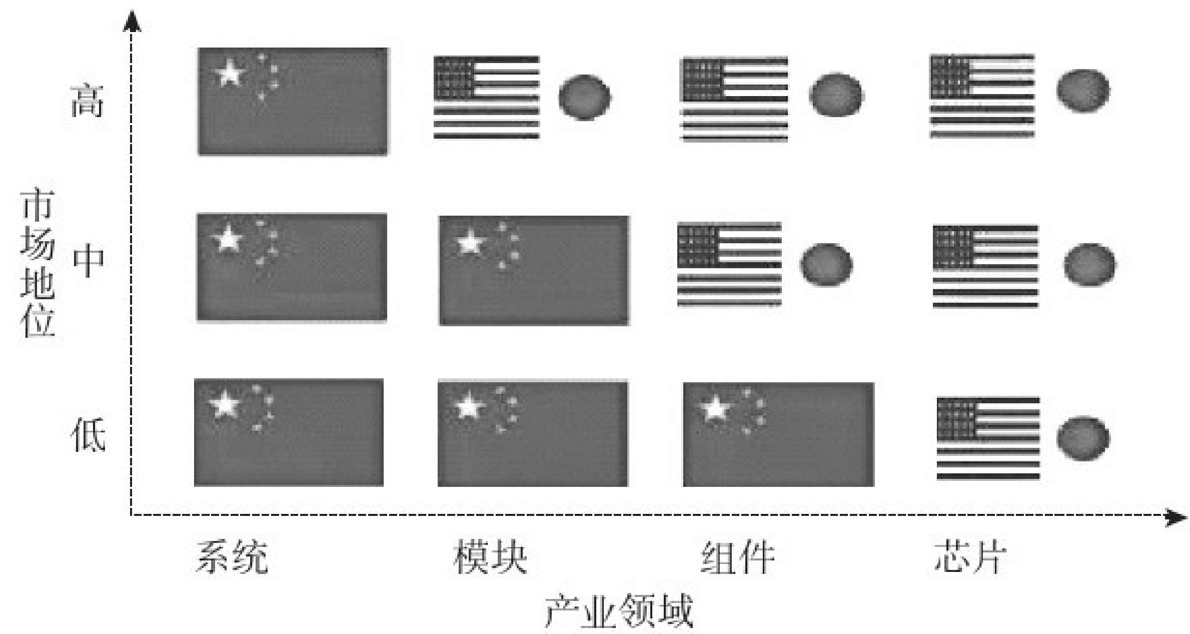
电信市场光模块的需求量大于数通市场（大约65:35的比例），但电信市场还有很大一部分低速光模块的需求，而数通市场的需求都集中在高速光模块，且有持续升级的趋势，未来数通市场将成为光模块的主要增长点。

苏州旭创作为数通市场光模块技术领先的企业，在该领域的优势非常明显，也会继续将数通市场作为主战场，加大投入。在5G即将带来巨大的市场需求之际，苏州旭创已加大在电信市场的布局，主力产品已通过两大无线设备商的产品认证，实现批量出货，目标达到行业的前两名。

（二）行业供给分析

1.国际产业布局

在国际市场上，光模块产业链上游竞争力不足，光通信器件/模块厂商占比较低，特别是光芯片，高端产品被美国和日本厂商垄断。如图6-28所示。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图6-28 光通信器件/模块厂商

国际市场光模块产业链公司布局如图6-29所示。

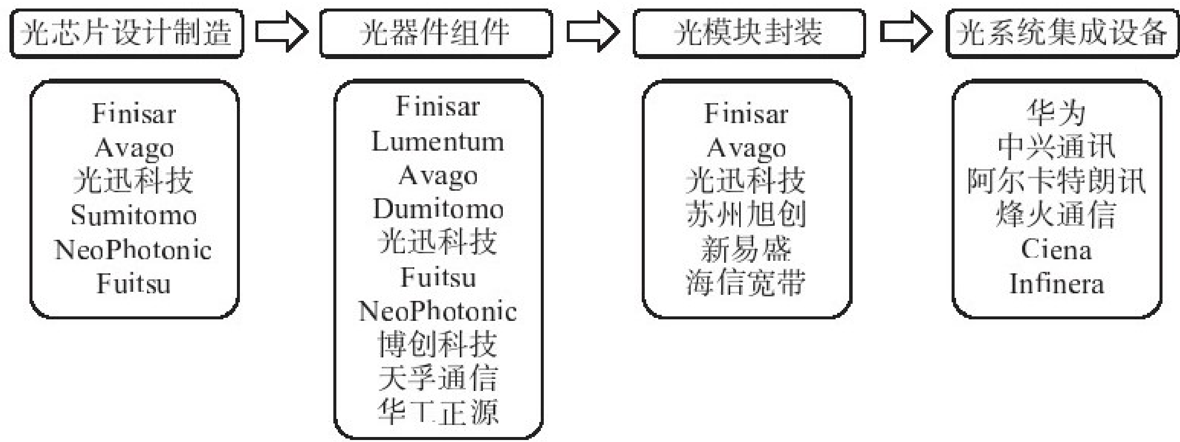


图6-29 国际市场光模块产业链公司布局

资料来源：华泰证券研究所

2016年光模块市场份额示意图如图6-30所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

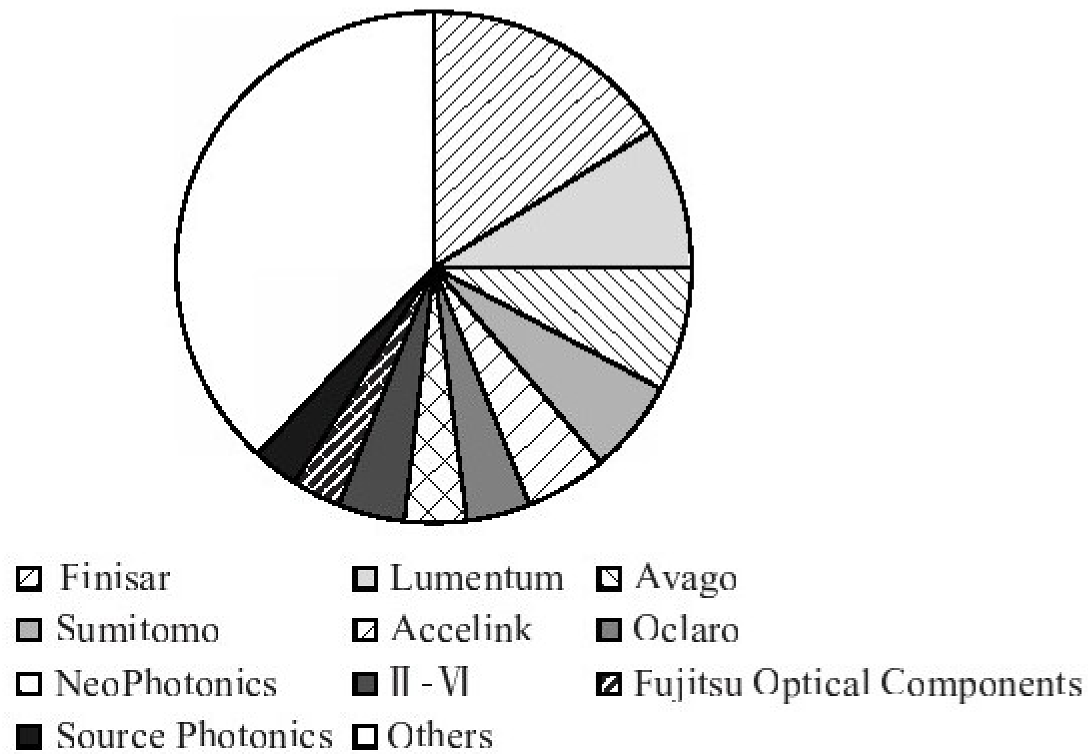
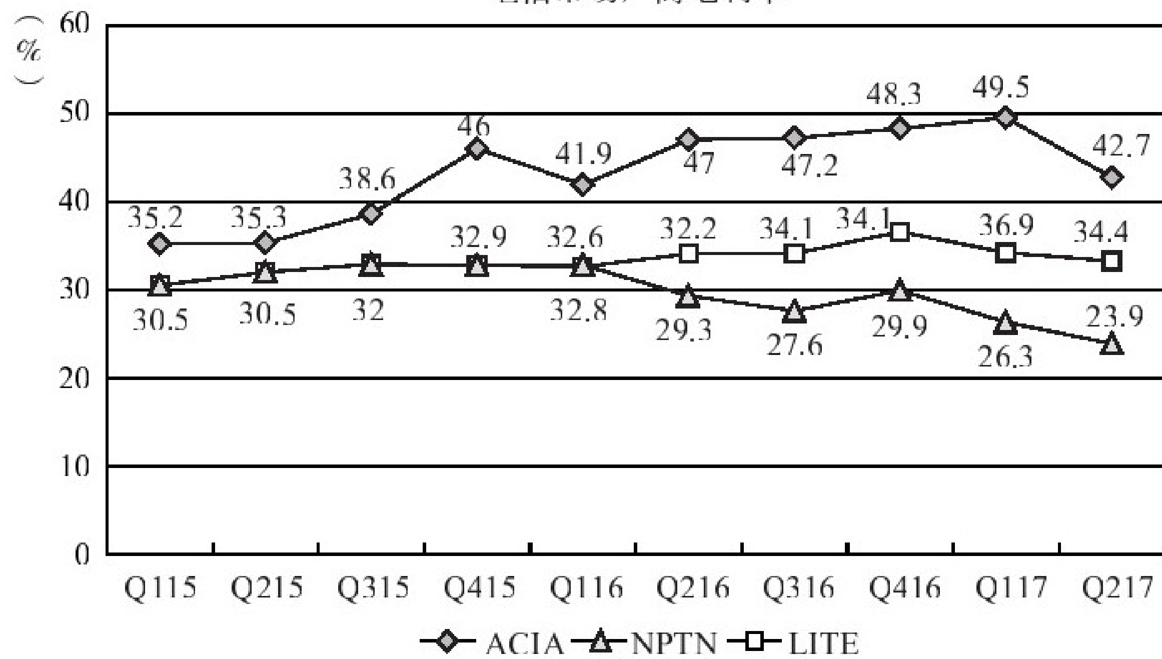
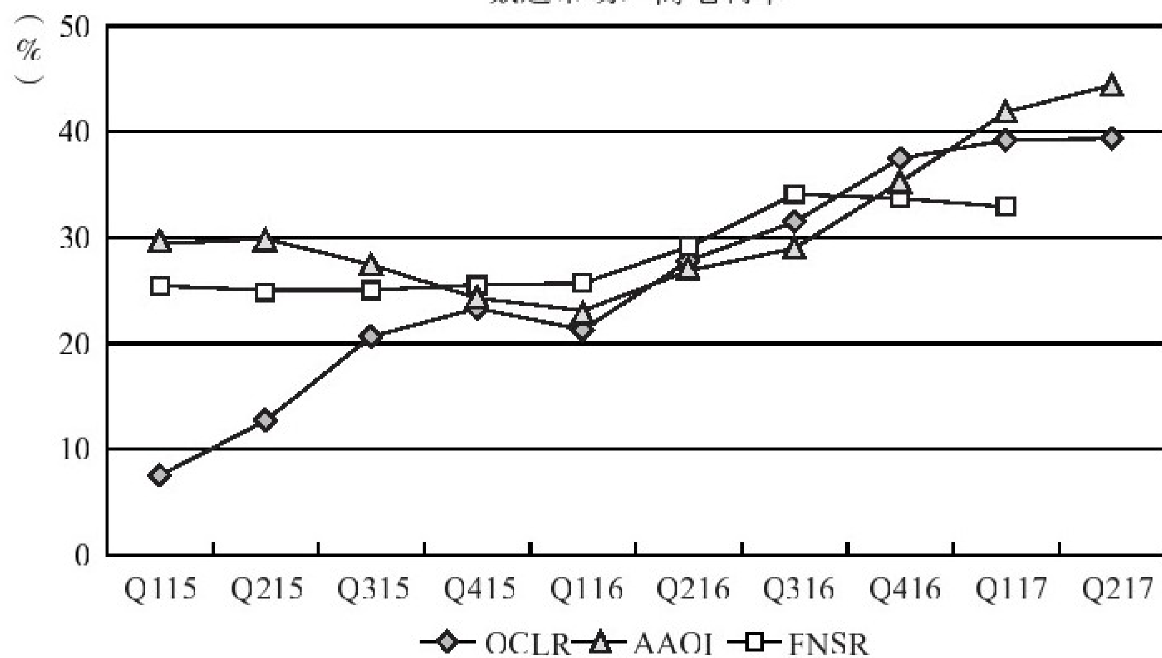


图6-30　2016年光模块市场份额示意图

以电信市场为主的Acacia、NeoPhotonics、Lumentu和以数通市场为主的AppliedOptoelectronics（AOI）、Finisar、Oclaro对比可以发现，数通市场公司的毛利率从2015年之后一路走高，净利率在20%左右，电信市场从2016年出现毛利率下滑趋势，净利率在10%左右，明显低于数通市场。如图6-31所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

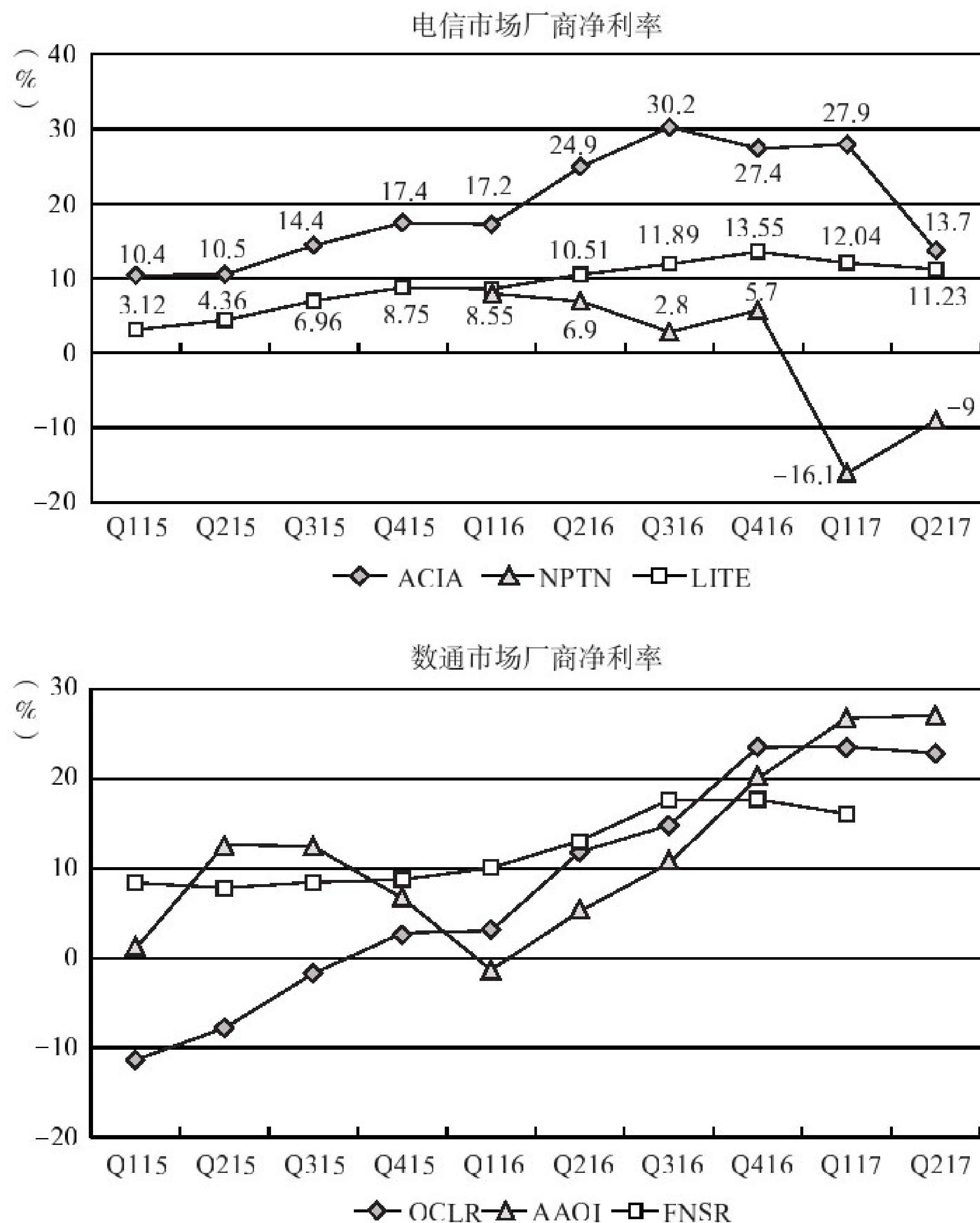


图6-31　数通市场公司的毛利率

资料来源：天风证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.国内产业布局

的光通信器件/模块厂商以民营中小企业为主，大多没有其他业务支撑，普遍规模较小，在自主技术研发和科技投入方面相对较弱，主要集中在中低端产品的研发、制造方面，核心光器件支撑不足。目前国内主要生产厂家整理如表6-26所示，中际旭创和光迅科技是龙头企业。

表6-26　国内光通信器件/模块主要生产厂家

	光芯片	光器件	光模块	情况说明
中际旭创			√	聚焦高速产品，数据通信市场龙头，电信市场业务仅为占比20%
光讯科技	√	√	√	传统光通信国企，实力较强，特别是芯片；高速光模块已达量产；主要应用于在电信市场
新易盛	√	√	√	产品丰富，主要面向电信市场，已经在向高速光模块转型
华工科技	√	√	√	子公司华工正源在光通信产业链布局完整，主要在电信市场
天孚通信	√	√		无源光器件为主，开始向有源光器件转型
博创科技	√	√		无源光器件为主，借助与Kaiam合作帮其代工向有源光器件转型
太辰光	√	√		无源光器件为主，开始向有源光器件转型
海信宽带	√	√	√	未上市，产业链较为完整，主要面向电信市场

3.旭创竞争力分析

（1）优势分析。

通过以上分析不难发现，目前光模块市场正在向高速化发展。苏州旭创作为国内100G光模块量产能力遥遥领先的领头羊，80%的业务聚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

焦于数据通信市场，依靠先进的研发能力和生产工艺实现了华丽的转身，从国内小公司跻身国际高速光模块公司龙头行列。

高速光模块的生产能力将决定公司在市场竞争中的地位和未来的盈利能力。以100G的“爆款”产品QSFP28为例（QSFP28主要应用与数据中心内部互联场景，用量大且性价比高，未来有进入电信市场的迹象。根据传输距离的长短可以分为CWDM4，PSM4，LR4和多模），2017年一、二季度出货量大幅领先。如图6-32所示。

凭借高速光模块的量产能力，苏州旭创在2016年、2017年均实现了倍增的发展（2017年仅获得了下半年的数据，但根据行业规律推测，当年利润实现翻倍）如图6-33所示。

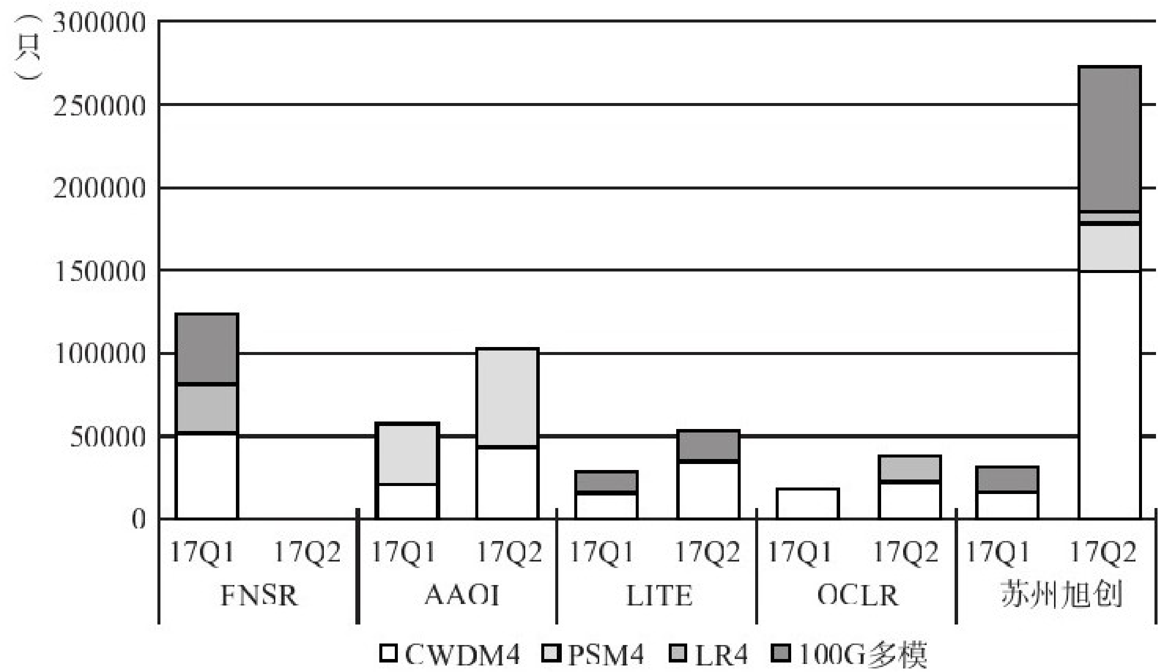


图6-32　2017年一、二季度出货量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

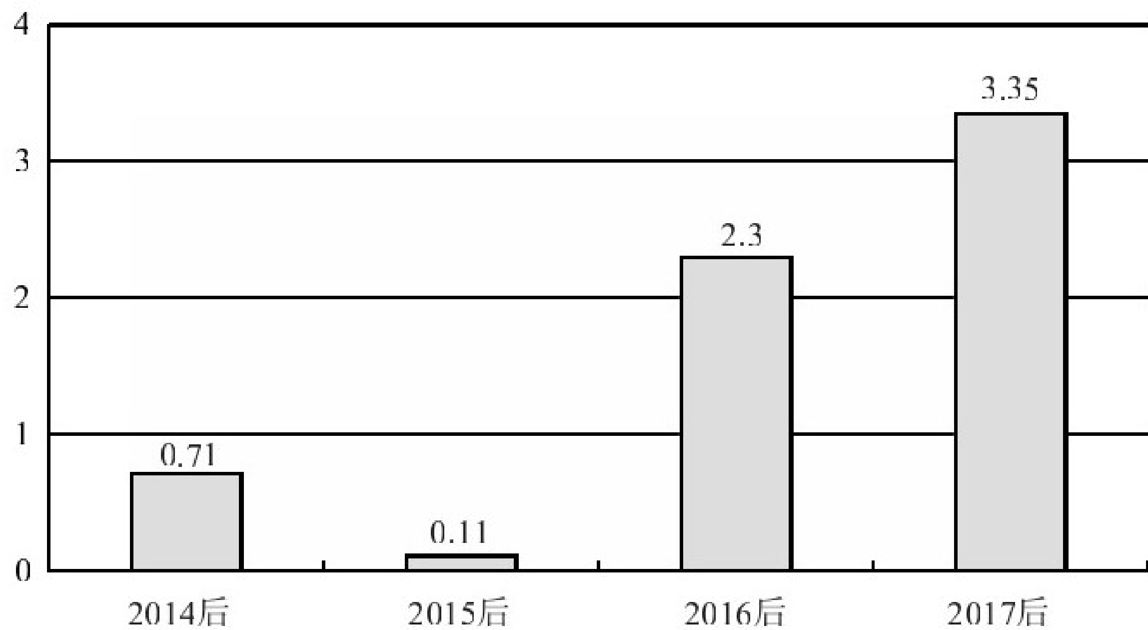


图6-33　2014—2017年苏州旭创净利润

虽然目前国内市场上很多厂家都已经具备高速光模块的生产能力，但要和苏州旭创竞争还有很大的差距。一方面在于量产能力；另一方面是生产工艺和供应链管理能力。按照当前市场价格供货，大部分新入厂家利润极薄，甚至为负，而苏州旭创却能保持30%～40%的毛利率，这就奠定了旭创在行业内龙头地位。如图6-34所示。

随着行业内集中度的提升、市场和产能向国内转移的大趋势的演进，苏州旭创有望在出货量和产值上超越光迅科技，成为国内光模块行业最大的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

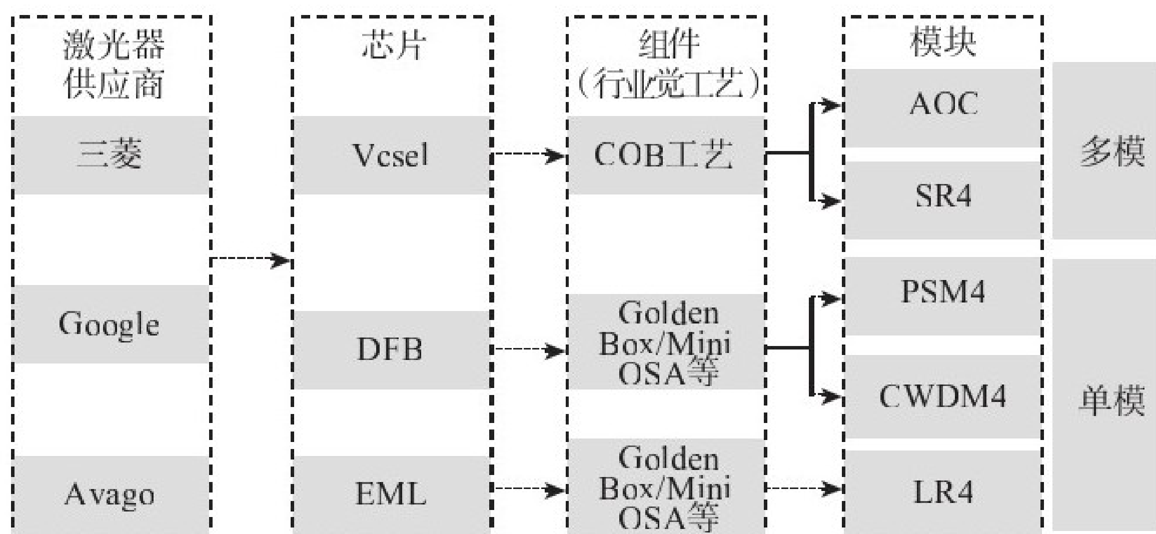


图6-34　苏州旭创供应链

资料来源：中信建设证券研究发展部

（2）短板分析。

苏州旭创的短板主要在产业链布局不足，特别是芯片部分的缺失。芯片是光模块成本中的大头，大概占到40%甚至更多。目前国际光模块巨头大多都有光芯片制造能力，一方面可以降低成本；另一方面避免受制于人。

好在目前光芯片产业的集中度不是很高，旭创供货商的可选择空间很大，造就了其强大的供应链管理能力。根据业内专家估计，目前旭创芯片的采购成本和国内自产光芯片的厂商相当（国内25G光芯片主要是VCSEL和DFB等适用短距离的技术，EML还未形成有效突破，另外良率也还有待提升），并没有明显的劣势。当然，有合适的时机苏州旭创应该也会通过外延式并购的方式填补该不足，提升其产业链竞争能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外一大隐忧就是高速光芯片的价格持续下行，给公司的利润增长带来不利影响。当前苏州旭创供货的25G光模块平均价格250～300美元，100G光模块平均价格400～500美元，但预计到2020年、2021年大批量供货的实际价格在50美元、100美元左右，降幅可能达80%。

但从整体市场来看，这是科学技术和生产工艺进步、企业主动竞争的结果，价格下降是必然趋势，但公司的毛利率未必会下降。同时，价格的下跌也提高了其他公司的竞争难度，提高了产业的门槛。只要苏州旭创能持续保持相对领先的技术优势，价格的降低只会对其他后进入公司造成实质性的影响。

三、财务分析

（一）资产负债增长分析

根据苏州旭创2016年的财报，净利润增长率达到106.53%。流动资产（货币资金、应收项目、存货等）、非流动资产（固定资产、在建工程、无形资产、递延所得税资产等）、负债等的增长率与利润增长率基本匹配。公司高度增长，扩产产能，固定资产增长242%，超出其他资产。预收账款提升254%，一方面说明公司的订单丰富；另一方面也说明公司在市场内具有较强话语权。非流动负债增长2967%，主要是由于会计期内新增长期借款的原因，同时也造成了应付利息增长475%，逻辑上通顺。如表6-27所示。

表6-27　苏州旭创2016年的财报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2016－12－31	**2017－12－31**	**增长率**
货币资金	51,805.20	21,831.36	137%
应收项目	67,275.22	31,131.58	116%
存货	66,615.20	380,815.0	75%
其他流动资产	3,395.10	1,191.69	185%
流动资产合计	190,232.11	92,236.14	106%
固定资产	64,753.65	18,961.06	242%
在建工程	2,012.06	1,100.22	83%
无形资产	4,187.28	2,699.17	55%
递延所得税资产	508.58	714.50	－29%
非流动资产合计	71,461.57	26,644.86	168%
资产总计	261,693.68	118,880.99	120%
短期借款	52,287.61	25,549.64	105%
应付票据	14,100.25	7,194.22	96%
应付账款	51,688.38	19,167.87	170%
预收款项	49.96	14.09	254%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2016－12－31	2017－12－31	增长率
应付职工薪酬	4,381.64	3,277.09	34%
应交税费	773.28	346.87	123%
应付利息	395.23	68.78	475%
其他应付款	52,42.83	829.81	532%
一年内到期的非流动负债	4,146.54	1,066.11	289%
流动负债合计	133,065.73	57,511.48	131%
长期借款	38,451.48	–	
长期应付款	–	3,120,126.96	
预计负债	1,560.01	959.70	63%
递延收益	700.00	55.56	1160%
非流动负债合计	40,711.48	1,327.26	2967%
负债合计	173,777.22	58,838.74	195%

（二）现金流量分析

2015年、2016年两年经营活动产生的现金流与净利润的比值远远小于1；投资活动净现金流量为负，且金额较大，主要是扩大产能构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；筹资活动现金净流量较大，主要是取得借款。这种状况与公司处于高速发展的状态相匹配。如表6-28所示。

表6-28　苏州旭创现金流量分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2016 年	**2015 年**
一、经营活动产生的现金流量		
销售商品收到的现金	168473.27	114058.47
收到的税费返还	19213.73	12468.96
收到其他与经营活动有关的现金	438.79	907.54
经营活动现金流入小计	188125.79	127434.97
购买商品、接受劳务支付的现金	-159281.72	-105301.13

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2016 年	2015 年
支付给职工及为职工支付的现金	－15294.77	－11539.43
支付的各项税费	－3513.08	－3078.41
支付其他与经营活动有关的现金	－7850.69	－6588.39
经营活动现金流出小计	－185940.27	－126507.35
经营活动产生的现金流量净额	2185.52	927.62
净利润	22985.25	11129.12
经营活动现金流量净额/净利润	0.10	0.08
二、投资活动产生的现金流量		
取得投资收益所收到的现金	–	35.77
处置固定资产和无形资产所收到的现金净额	485.05	–
收到其他投资活动有关的现金	700.00	3782.00
投资活动现金流入小计	1185.08	3817.76
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	－41836.53	－11203.89
投资所支付的现金	－1141.40	
投资活动现金流出小计	－42977.93	－11203.89
投资活动使用的现金流量净额	－41792.85	－7386.13
三、筹资活动产生的现金流量		
吸收投资收到的现金	3724.86	8599.08
取得借款收到的现金	120397.48	40728.64
收到其他与筹资有关的现金	165.00	–
筹资活动现金流入小计	124287.35	49327.72
偿还债务支付的现金	－54845.03	－31518.28
偿付利息支付的现金	－1597.69	－630.13
筹资活动现金流出小计	－56442.72	－32148.41
筹资活动产生的现金流量净额	67844.63	17179.31

（三）折旧方法分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过几家上市公司的折旧方法对比可以看出，苏州旭创采用的是行业通用的折旧方法，未通过折旧数据操纵利润。如表6-29所示。

表6-29 苏州旭创折旧方法分析

苏州旭创

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	20	10	4.5
机器设备	10	10	9
运输工具	5	10	18
计算机及电子设备	5	10	18
办公设备	3－5	0	20－33

光讯科技

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	35	3%	2.77%
机器设备	7	3%	13.86%
电子设备	7	3%	13.86%
运输工具	7	3%	13.86%
其他设备	7	3%	13.86%

新易盛

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	20年	5%	4.75%
机器设备	5年	5%	19%
电子设备	5年	5%	19%
运输工具	3年	5%	31.67%
其他设备	5年	5%	19%

天孚通信

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	20	5或10	4.5/4.75
机器及机械设备	10	5或10	9/9.5
办公设备	5	5或10	18/9
运输工具	5	5或10	18/9
电子设备	5	5或10	18/9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

博创科技

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	10、30	10	3、9
专用设备	10	10	9
通用设备	5	10	18
运输工具	5	10	18

华工科技

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	5－40	5	2.375－19.00
机器设备	5－15	3－5	6.33－19.40
运输工具	5－10	3－5	9.50－19.40
其他设备	5－10	3－5	9.50－19.40

太辰光

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	20	5	4.75
机器设备	5－10	5	9.5－19
运输设备	5	5	19
电子及办公设备	3－5	5	19－31.67

（该篇文章来自初善投资团队成员刘成）

第九节 永辉超市：未来新零售谁主沉浮

永辉超市的发展历程如下：

一、公司简介

永辉超市成立于2001年，是一家以经营生鲜农产品为主，日用百货、服装鞋帽为辅的商业零售企业。于2010年在上海证券交易所上市。

公司已在福建、浙江、广东、重庆、贵州、四川、北京、上海、天津、河北、安徽、江苏、河南、陕西、黑龙江、吉林、辽宁、云南等20个省市已发展超595家连锁超市，经营面积超过500万平方米。2016年实现营业收入492.32亿元，归母净利润12.42亿元。

（一）公司业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目前，公司通过打造“云超、云创、云商、云金”四板块业务布局永辉生态体系。

（1）“云超”。

“云超”涵盖公司红标、绿标店。红标店主要为大卖场形式平价超市；绿标店为Bravo系列，商品结构和服务定位相对高端，主要吸引中高端消费人群。目前红标店及绿标店为公司主要业务模式及利润来源。

（2）“云创”。

“云创”主要由永辉云创科技有限公司经营，独自负责融资及其业务模式发展，现主要有会员店、优选店及超级物种三大业务类型。会员店提供线上下单，打通线上线下消费模式；优选店目标为打造O2O社区型便民生活服务中心，支持京东到家、线上线下互动、收发快递等生活服务模式；超级物种核心概念为“超市+餐饮”模式，提供新鲜、高性价比的全球优质食材，其中餐饮比例占比高达70%。

（3）“云商”。

“云商”主要为建立B2B2C模式的“中央厨房”，打造“彩食鲜”品牌。向客户提供经由其优质源头食材供应、高品质食材加工处理流程半成品食材，现已在福建、北京及重庆三个地区投入运营，未来计划打造5～10个中央厨房。

（4）“云金”。

“云金”方面，公司目前已有3个金融牌照，在银行、小贷及保理方面展开业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司超市业态主要分为五大类型：绿标店、红标店、优选店、会员店及超级物种。图6-35为2017年6月30日各门店类型占比。

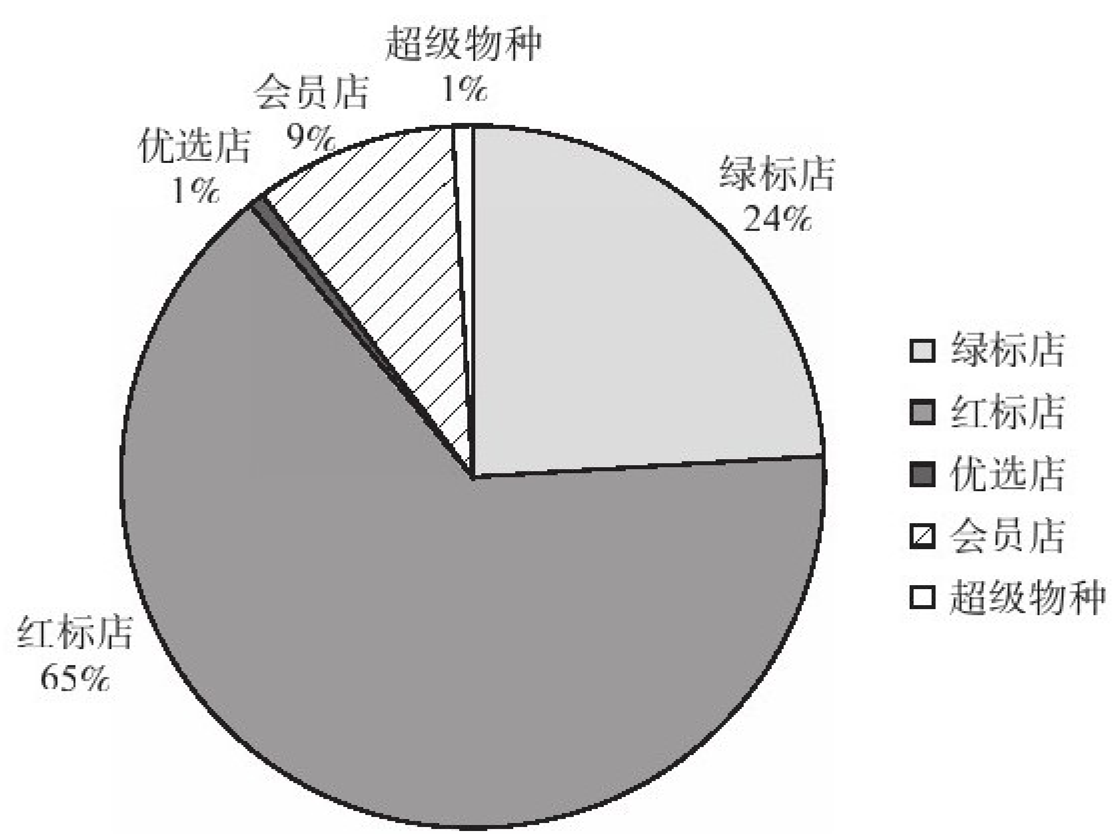


图6-35　各门店类型占比

（二）对外投资扩张

对外投资主要包括以下三方面：

（1）供应链管理。

与达曼集团合作开发永辉自身品牌商品，提升自有品牌研发水平，适应消费升级需求和顾客群体变化，开拓增量市场、增强消费者的品牌忠实度和线下黏性，同时作为供应链管理中的关键环节，将有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

效提升企业竞争力；与韩国CJ集团合作探索面向B2C2B端的“彩食鲜”中央厨房模式，致力成为生鲜食材供应的生产商及平台服务商。

与福建新源农牧在生鲜供应链展开合作，以工业化理念在农业细分行业发展高品质、标准化生产和定制化供应的上游合作企业，形成自身独具特色的生鲜品牌效应。与上海上蔬有限责任公司共同成立上海上蔬永辉生鲜食品有限公司，经营生鲜菜市场，将提高上海地区生鲜供应链效率和组织化程度。

通过上述外延式投资说明永辉超市未来发展并不局限于现有商业模式，其后向一体化发展战略布局初显。

（2）横向业务合作。

2013-2017年不断增持上市公司中百集团合计25%的股份，中百集团是湖北地区零售、百货龙头企业，目前双方已共同设立湖北永辉中百超市有限公司，将在湖北地区进行深度合作；2017年至今已收购成都红旗连锁21%股份，永辉将与红旗连锁、未在控股集团三方在零售网点增值、零售模式创新、普惠金融和居家养老方面及社区物流方面展开合作。

通过上述与中百及红旗的合作将在湖北、成都两个尚未开拓的市场谋求潜在市场份额，拓宽全国市场涵盖范围。

（3）供应链金融。

目前，2017年投资发起设立福建华通银行，占股27.5%，永辉超市已经获取商业保理、银行、小贷三个金融牌照资格。打造供应链金融，为上游供应商、下游客户及消费者提供融资、担保等金融服务，加深上下游合作范围，形成紧密合作关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

永辉超市股份有限公司股权结构及主要对外投资图，如图6-36所示。

（三）公司业绩增长

（1）营业收入增长。

如图6-37所示，2016年营业收入实现492.32亿元，同期增长率16.82%。截至2017年3季度已实现营业收入433.08亿元，预期营业收入保持16%+增长率。2007年至今营业收入复合增长率为133.43%。

	战略投资者	一致行动人		战略投资者 刘强东		关联人			
				45%	45%				
主要股东	牛奶有限公司	张轩松	张轩宁	江苏京东邦能投资管理有限公司	江苏圆周电子商务有限公司	叶兴针	谢香镇	郑文宝	其他
	19.99%	18.85%	10.36%	5.00%	5.00%	1.92%	1.92%	1.92%	35.04%
	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
	永辉超市股份有限公司								
	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
	40%	35%	20%	21%	20%	30%	20%	18.75%	27.50%
主要对外投资	DAYMON EAGLE HOLDN-GS,LP	中百控股集团股份有限公司	上海上蔬永辉生鲜食品有限公司	成都红旗连锁股份有限公司	福建省星源农牧科技股份有限公司	希杰富乐味永辉（上海）贸易有限公司	北京友谊使者商贸有限公司	蜀海（北京）供应链管理有限责任公司	福建华通银行有限公司
	达曼国际	中百超市	上海地区中心菜场或精品生鲜生活超市	红旗连锁超市	生鲜供应链	韩国CJ集团	贵州茅台	海底捞	金融-银行

图6-36　永辉超市股份有限公司股权结构及主要对外投资图

数据来源：巨潮资讯及百度搜索（股东持股比例为截至2017年年末，腾讯股权暂未办理过户手续未计入）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

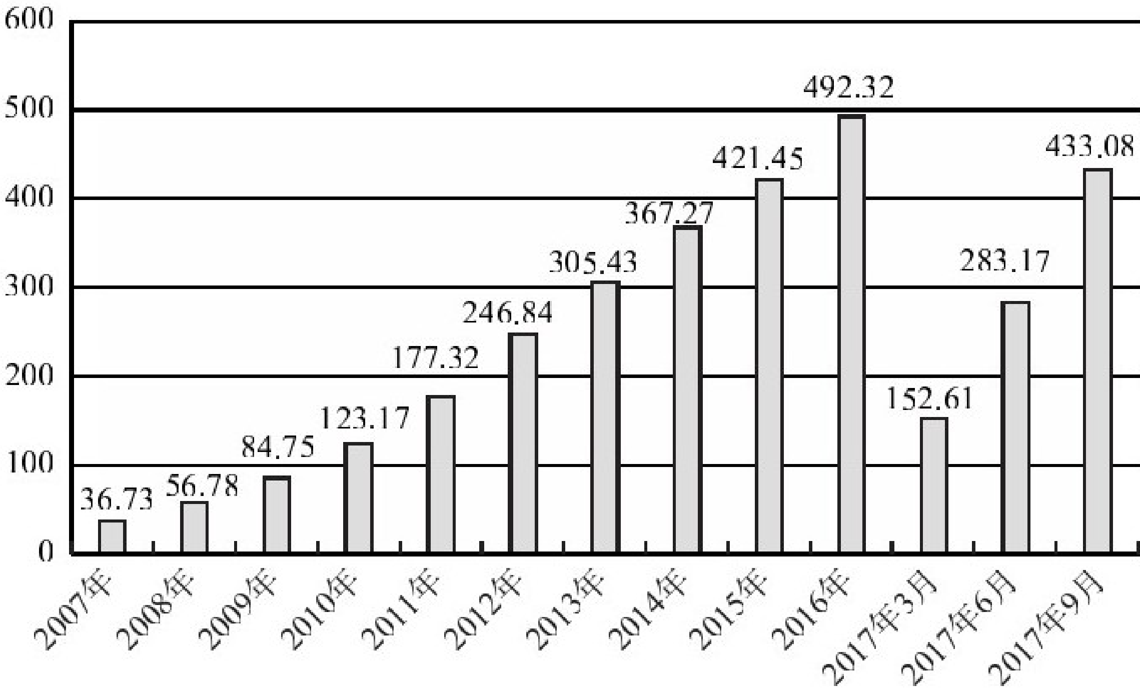


图6-37　永辉超市营业收入

其中，2016年按照产品分类营业收入明细组成如表6-30所示。

表6-30　永辉超市2016年按照产品分类营业收入明细组成

分产品	营业收入	占比
生鲜及加工	2,200,243.54	44.69%
食品用品	2,337,187.02	47.47%
服装	133,792.75	2.72%

（2）归母净利润增长。

如图6-38所示，2016年归母净利润实现12.42亿元，同期增长率105.18%。截至2017年三季度归母净利润13.92亿元。2007年至今归母净利润复合增长率为128.52%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

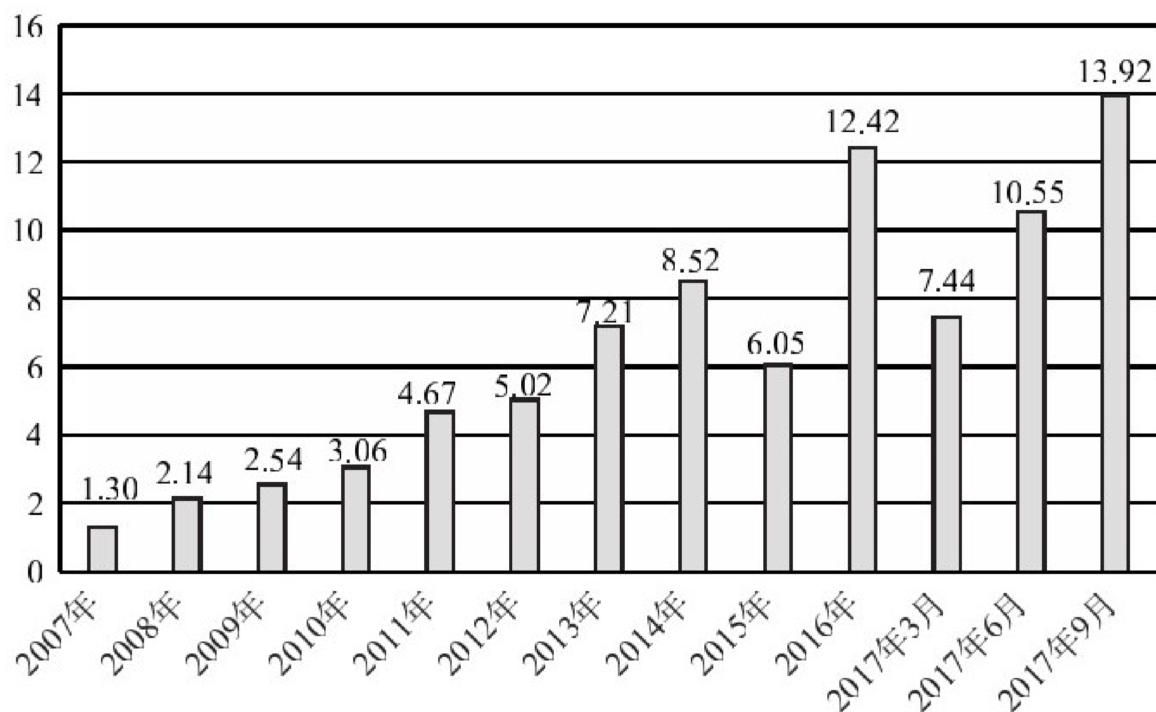


图6-38　永辉超市归母净利润

二、行业分析

（一）行业概况

2017年，社会消费品零售总额比上年增长10.2%，比2016年回落0.2个百分点，保持两位数较快增长。

外资零售业巨头家乐福、沃尔玛等在华门店因优势弱化，频频关店。内资超市实现地区区域垄断，难以形成全国市场布局。

互联网BAT三巨头纷纷布局线下零售，百度投资无人便利店；阿里巴巴2016年打造线下新零售盒马生鲜；腾讯联手京东，并入股永辉超市。目前新零售业态为未来零售业发展趋势，新零售定义为基于超市、百货等零售业态依托物联网、人工智能和移动互联网等新技术，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以及不断完善的物流配送体系，与电商平台深度融合，涌现出更注重消费者体验、集餐饮、购物、娱乐、休闲等多功能于一体。

（二）细分市场

生鲜零售在各大超市零售商中均为损耗率高、毛利低、占比低的业务之一。但是永辉超市起家于“农改超”，在生鲜零售方式积累数十年运营经验，损耗率远低于同业水平8%，仅为3%～4%，主要通过源头采购、物品打包整理管理、冷链物流运输，上架布局及实时调整货架商品价格实现当日采当日售。永辉超市在生鲜领域具有绝对优势。2016年，生鲜及加工营业收入为220亿元，占营业收入44.69%，毛利率为13.35%。永超生鲜业务收入占比在同类型超市零售业中遥遥领先。

新零售模式下，通过线下实际体验线上下单的方式使消费者对于商品有更直观接触，打破传统线上零售实物与图片差距太大带来的挫败感。永辉超市已积累将近二十年的传统超市经营经验，近年来更是加强物流体系建设，已建3个中央配送中心及9个区域配送中心。与腾讯联手将在线上为其导入更多流量，与京东战略合作可加强物流配送能力，解决新零售模式下“最后一公里”的配送问题。

三、财务分析

（一）盈利能力

永辉超市盈利能力如表6-31所示。

表6-31　永辉超市盈利能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间	毛利率（%）	期间费用率（%）	销售费用率（%）	管理费用率（%）	财务费用率（%）	核心利润（万元）	营业利润率（%）	净利率（%）	ROE（%）
2017 年 Q3	20.31	16.48	13.83	2.93	−0.28	150,803.89	3.57	3.03	7.23
2017 年 Q2	20.44	15.93	13.42	2.79	−0.28	117,702.68	4.28	3.59	5.46
2017 年 Q1	20.93	14.89	12.84	2.18	−0.13	86,787.79	5.74	4.76	3.8
2016 年	20.19	17.02	14.55	2.62	−0.15	134,115.68	3.04	2.47	8.5
2015 年	19.83	17.37	15.13	2.3	−0.06	83,099.08	1.81	1.42	5.65
2014 年	19.66	16.87	14.33	2.25	0.28	84,821.33	2.87	2.32	13.92
2013 年	19.19	16.16	13.58	2.31	0.27	78,670.87	2.62	2.36	14.48
2012 年	19.55	16.69	13.49	2.61	0.6	58,911.83	2.3	2.04	11.83
2011 年	19.25	15.5	12.94	2.28	0.28	58,291.79	3.32	2.64	11.68
2010 年	19.12	15.51	12.65	2.29	0.57	39,734.30	3.18	2.48	26.5

（核心利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-期间费用）

自2010年上市来，其中毛利率稳步小幅提升，平均水平保持在19.85%；考虑永辉超市经过多次定增导致净资产增加，ROE保持增长趋势；核心利润逐年增长。

2016年ROE8.5%，同比增幅50.44%；毛利率20.19%，同比增幅1.81%。

同业对比：2016年中百集团ROE为0.22%，红旗连锁ROE为6.85%。

（二）营运能力

永辉超市营运能力如表6-32所示。

表6-32　永辉超市营运能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间	资产周转率（次）	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	流动资产周转率（次）	固定资产周转率（次）
2017 年 9 月	1. 45	63. 97	7. 03	2. 14	13. 69
2017 年 6 月	0. 97	50. 06	5. 09	1. 42	8. 86
2017 年 3 月	0. 52	27. 32	2. 63	0. 75	4. 9
2016 年	1. 98	167. 33	8. 16	3. 03	16. 1
2015 年	2. 36	396. 11	8. 5	4. 18	14. 72
2014 年	2. 58	351. 02	8. 37	4. 66	14. 48
2013 年	2. 56	221. 58	7. 94	4. 43	13. 81
2012 年	2. 42	171. 87	7. 54	4. 03	13. 68
2011 年	2. 2	224. 34	7. 64	3. 33	15. 34
2010 年	2. 52	228. 09	9. 47	3. 7	18. 82

其中，应收账款账龄主要均为1年以内应收货款及应收保理款，账龄短，周转率较高。

同业对比：2016年，中百集团应收账款周转率（次）为235.68，红旗连锁应收账款周转率（次）为323.58，应收账款周转率高于同业。

同业对比：2016年，中百集团存货周转率（次）为4.9，红旗连锁存货周转率（次）为6.6，存货周转率高于同业水平。

（三）资本结构

永辉超市2016年资产负债率为34.64%，2016年无有息负债，均为无息负债。对上游供应商应付账款及预收账款占总资产比例达27.27%，对上游供应商议价能力较强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同业对比：2016年中百集团资产负债率66.87%，2016年红旗连锁资产负债率45.33%。

（四）现金流分析

永辉超市现金流分析如表6-33所示。

现金流量表中经营活动产生的现金流量净额均大于0，且其经营活动产生的现金流量净额/净利润比例均大于1，盈利质量好，现金流充足。如表6-34所示。

四、结论

源于对盒马生鲜这种新零售模式的兴趣，于是对永超超市研究了一番，发现无论其上游投资者还是对外投资均是紧紧围绕其业务链展开，专注主业的精神比较赞同。未来盈利增长在于三个方面：

（1）整合上游供应链及同业超市以规模采购降低采购成本。

（2）打造自有品牌商品（比如沃尔玛“惠宜”），提高客户黏性及单品毛利率。

（3）在新零售模式下，超级物种单店坪效增幅远超传统超市，预期更多020模式业务推广带来利润增长点。

自2017年腾讯入股永辉超市到2018年年初腾讯与永辉联手家乐福将有战略合作，可见永辉联手腾讯、京东在020模式下将有更进一步的合作。期待永辉超级物种模式在全国更多地区进行推广，毕竟满18元包邮、3公里范围内30分钟送达的服务对于消费者来说还是很吸引人的，在家即可享用法式焗龙虾及新鲜刺身的生活妙不可言。

表6-33　永辉超市现金流分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日期	2017 年 Q3	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
经营活动产生的现金流量净额	313,016.5	192,818.66	153,835.57	201,609.38	176,927.81	183,240.53
投资活动产生的现金流量净额	(476,810.95)	(388,285.68)	(306,734.51)	(195,381.76)	(133,290.18)	(114,417.96)
筹资活动产生的现金流量净额	(67,365.05)	574,576.93	374,759.86	10,307.81	8,800.69	(88,594.64)
现金及现金等价物净增加额	(232,025.47)	379,154.25	221,892.69	16,535.43	52,435.09	(19,772.30)
期初现金及现金等价物余额	806,651.05	427,496.80	205,604.10	189,068.67	136,633.59	156,405.89
期末现金及现金等价物余额	574,625.58	806,651.05	427,496.80	205,604.10	189,068.67	136,633.59

表6-34　永辉超市现金流量表

日期	2017 年 Q3	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
经营活动产生的现金流量净额	313,016.5	192,818.66	153,835	201,609.4	176,927.81	183,240.5
净利润	131,397.5	121,372.55	60,006.9	85,268.8	72,168.00	50,304.76
比例	2.38	1.59	2.56	2.36	2.45	3.64

（该篇文章来自初善投资团队成员方媛）

第十节　富士康：从产业链竞争力，看跑得比谁都快的富士康

富士康的发展历程如下：

一、公司介绍

富士康眼中的自己是这样的：全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商，为客户提供以工业互联网平台为核心的新形态电子设备产品智能制造服务。如表6-35所示。

表6-35　富士康2017年主营业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

单位：亿元

	营业收入	营收比例	毛利	毛利比例	毛利率
通信网络设备	2145.01	60.50%	292.76	81.42%	13.65%
云服务设备	1203.94	33.96%	56.01	15.57%	4.65%
精密工具和工业机器人	9.66	0.27%	4.76	1.32%	49.28%
其他主营业务	172.22	4.86%	0.05	0.01%	0.03%
其他业务	14.61	0.41%	6.00	1.67%	41.07%
合计	3545.44	100.00%	359.62	100.00%	10.14%

公司的主营业务包括通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人等的专业设计制造。2017年富士康获得了3545亿元的营业收入。而在这之中，通信网络设备又是绝对的大头，按收入计，2017年获得了2145.01亿元的营业收入，占了总业务比例的60.50%，按业务毛利算更是占了高达81.42%。

富士康的主要客户（按字母排序）包括Amazon、Apple、ARRIS、Cisco、Dell、HPE、华为、联想、NetApp、Nokia、nVidia等，皆为全球知名电子行业品牌公司。报告期内，发行人对前五名客户的营业收入合计数占当期营业收入的比例分别为76.81%、78.63%和72.98%，客户集中度较高。

显然，上面的通信网络设备，估计就是苹果的iPhone之类的。而这么高的客户集中度也让富士康成为一家看天吃饭的企业，而它的老天爷，也就是苹果了。

富士康财务分析如图6-39所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

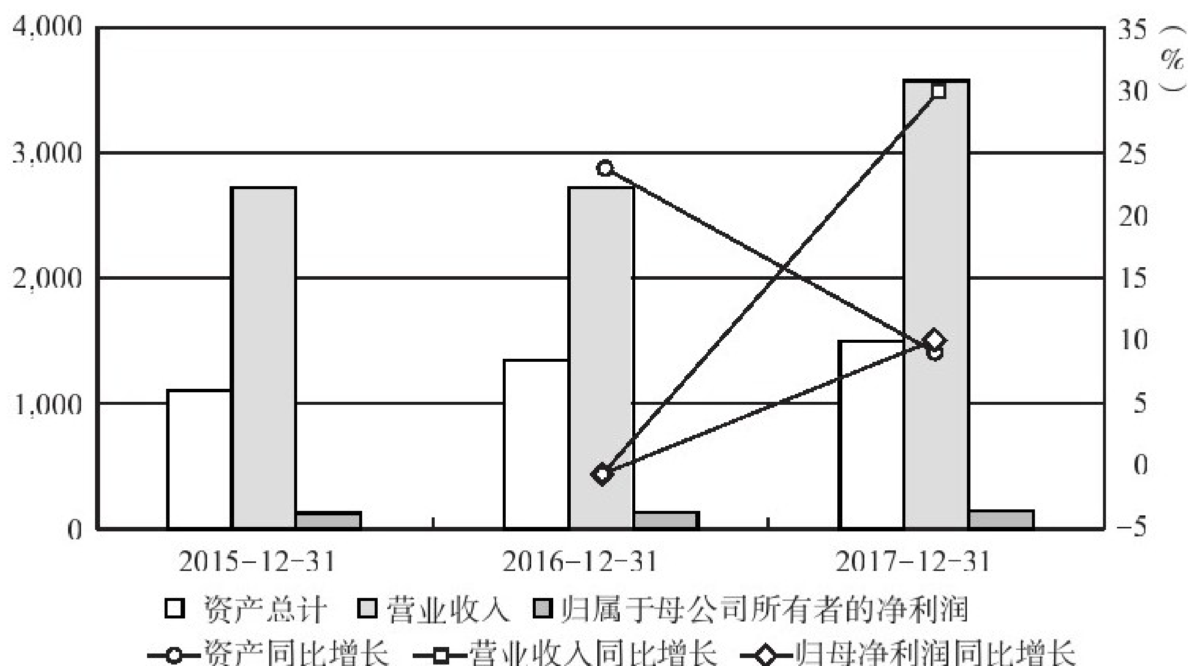


图6-39　富士康财务分析

（数据来自富士康招股书）

如图6-40所示。近三年来，富士康的营业收入分别为2，728亿元、2，727.13亿元和3，545.44亿元人民币，2016和2017年的同比增长分别为-0.03%和30.01%，不太稳定。而归母净利润则是143.50亿元、143.66亿元和158.68亿元，2016和2017年同比增长是0.11%和10.46%。

至于说盈利能力，就像笔者上面表格所看到的，富士康这家企业2017年的综合毛利率才10.14%，进一步扣掉三费的核心净利率更是只剩下5.89%。近90%的营业收入都被营业成本所吞噬，再扣掉其他杂七杂八的费用，净利润更是薄如蝉翼。2017年富士康的净利率仅仅剩下4.48%。一个很明显的猜想是，富士康的利润都被产业链上下游的伙伴吃掉了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

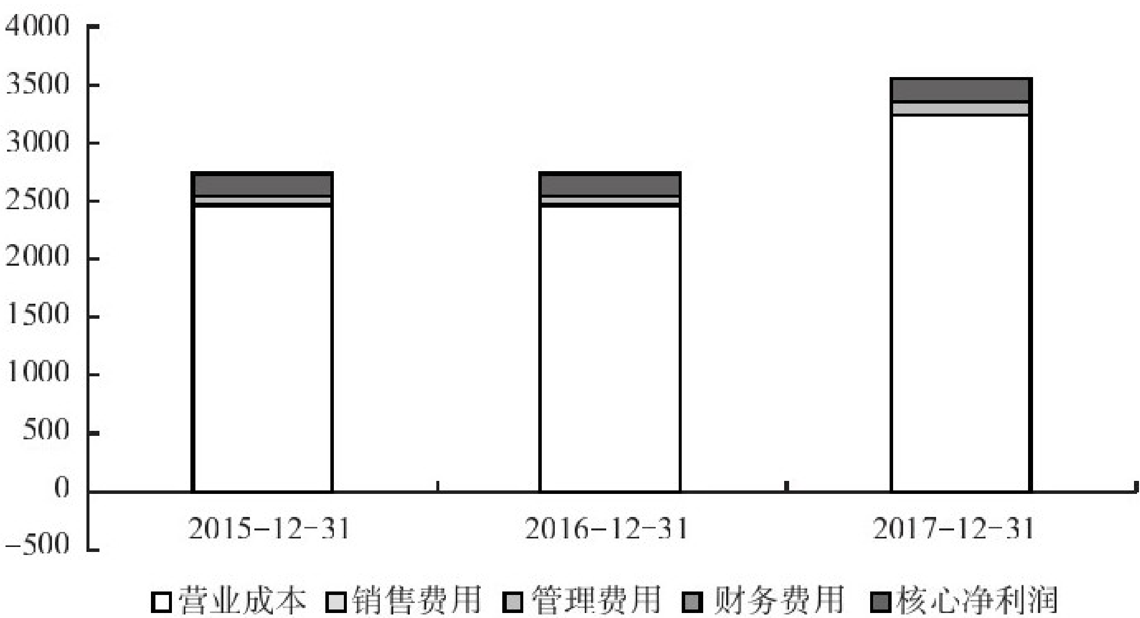


图6-40 近三年富士康成本利润结构

（注：本文定义，核心净利润=营业收入-营业成本-销售费用-管理费用-财务费用。数据来自富士康招股书。单位：亿元）

要想自己有得赚，只能想办法砍自己的成本了。富士康来大陆建厂，无非是看大陆这边人工便宜。这也是中国制造业前三十年所向披靡的秘诀之一。就像上善若水研究院所说的：“代工企业挣的实际上就是人力成本的差值。”在这里，可以进行更广泛的延伸，包括富士康对其他期间费用的管控，也是它生存发展的秘诀。如表6-36所示。

表6-36 2017年富士康期间费用率比较

	销售费用	管理费用	财务费用	三费合计
可比公司均值	1.26%	6.17%	0.80%	8.23
富士康	0.51%	3.50%	0.24%	4.25%

注1：期间费用率=有关费用/营业收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注2：数据来自富士康招股书表格为作者自制

依据富士康招股书上对欧菲科技等同行对比，笔者可以看到，富士康的期间费用率只有同行均值的一半。这里就是帮富士康从毛利的牙缝里砍下宝贵的利润空间了。

当然，做生意想赚钱要么薄利多销，要么价高不在乎量。富士康这么微薄的毛利率，周转率就显得很关键了。如表6-37所示。

从招股书披露的信息来看，富士康的周转率也确实高于同行，这个得给富士康点赞。

表6-37　富士康的周转率

股票名称	名称	存货周转率（倍）		
		2017年度（年化）	2016年度	2015年度
002456. SZ	欧菲科技	5. 00	6. 07	5. 18
603118. SH	共进股份	7. 90	7. 71	8. 77
300115. SZ	长盈精密	2. 65	2. 98	3. 26
002426. SZ	胜利精密	7. 72	9. 29	6. 44
601231. SH	环旭电子	7. 18	8. 03	8. 68
002369. SZ	卓翼科技	5. 63	6. 22	9. 16
2382. TW	广达	6. 65	6. 93	8. 61
FLEX. O	伟创力	6. 40	6. 48	6. 54
可比公司均值		6. 14	6. 71	7. 08
公司		9. 94	8. 76	9. 02

（数据来自富士康招股书）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外，富士康的销售收入和归母净利的现金含量也确实还不错。营业收入和销售现金流入接近1:1，卖出去的货，最终都能收回来钱。如图6-41所示。

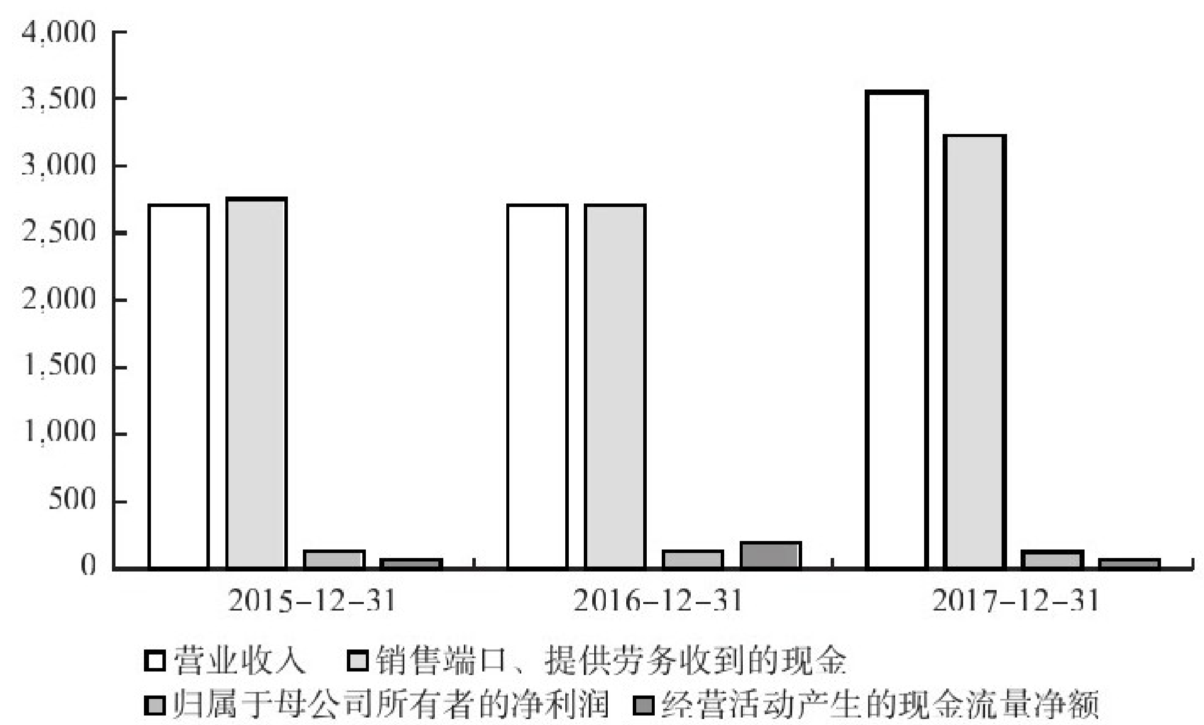


图6-41　富士康收入利润现金比

（数据来自富士康招股书，wind图为作者自制。单位：亿元）

二、从iphone产业链看产业链竞争力

根据笔者上面的分析，富士康的主营业务很大程度上是组装苹果手机等硬件。笔者在这里以富士康所在的iPhone产业链为例，看看富士康的产业竞争力如何。

根据林玲和余娟娟一篇2012年的论文《全球生产网络中的收益分配及中国的分配地位——由iPhone手机引发的思考》，苹果手机产业链如图6-42所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

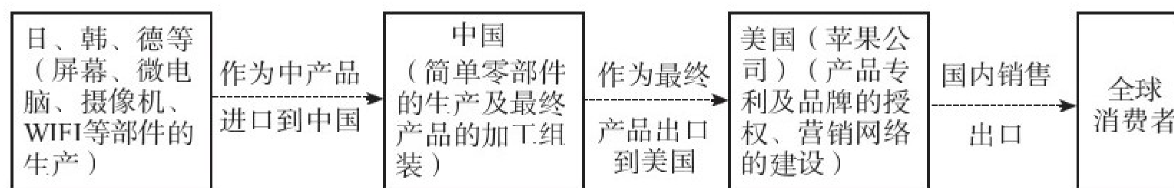


图6-42　苹果手机产业链

富士康所在的环节就是最终产品的加工组装了，而他的下游是苹果公司，上游则是各大元器件的生产商。

怎么看富士康在这条产业链上的竞争力？目前找到了两种判断方法。从利润表上，笔者可以观察富士康的毛利情况；而在资产负债表上，笔者可以试着观察富士康的应收应付款情况。

（一）iPhone产业链的毛利分配

2009年，1120万部苹果手机在富士康组装完成，每部手机以出厂价179美元（大致相当于制造成本）出口到美国，在美国大约以每部500美元的价格上市销售，毛利达到每部手机321美元。在321美元的毛利中，大概有160美元被供应链中的分销商和零售商获得。其余的160美元为苹果公司获得，用于营销和市场推广，以及为苹果手机工作的成千上万个工程师所提供的技术和设计，其中大约100美元将用于该产品的技术开发。扣除这些费用后剩下的就是苹果公司的净利润。

而179美元的出厂价中，其中24美元的闪存和35美元的屏幕是在日本生产的，23美元的信息处理器和相关零部件是韩国制造的，全球定位系统、微电脑、摄像机、WIFI无线产品等共计30美元的零部件是德国制造的，蓝牙、录音零件和3G技术产品等价值12美元的零件是美国制造的。除此之外，材料费用、各种软件许可证和专利费用合起来为48美元左右。最后算下来，在富士康组装环节的费用只有6.5美元，占总价值的3.6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回过头来说，富士康每台iPhone才赚6.5美元，如果把这个近似为在来料加工模式下的销售收入。

前面说过做生意想赚钱要么薄利多销，要么单品贵一点少卖一些也可以。如果企业竞争能力强，当然可以做到卖得量又大，单品利润又丰厚。

不过对于iPhone产业链而言，本身还有一个问题。行业上下游的产业集中度比较高，单个或者少数几个企业就近似为整个行业产能。所以，每家企业都基本上会参与每一台iPhone的生产环节。因此，不同生产环节接触的产量相同，总体毛利水平就取决于单件iPhone上的毛利率。显然，相对于苹果等参与方，富士康的毛利率水平可以说很低了。所以，在毛利的角度上考虑，其实富士康在苹果产业链上的竞争力其实不好。

富士康的波特五力为什么弱？林玲和余娟娟给的解释是富士康所在的生产环节，生产要素相对不稀缺，要素质量也不高，所以没法获得高回报。

“要素稀缺度”或“要素质量”决定了不同分工环节上的要素收益，其具体分配情况：先进技术、知识、品牌、销售网络等稀缺要素往往被投入到产品的设计、研发、销售等高附加值环节的生产上，从而获取较高的要素报酬。低端劳动力在全球范围内属于充裕要素，由于自身质量限制往往被锁定在产品加工、组装等低附加值环节的生产上，进而获取较低的要素报酬。

当然，富士康的竞争能力不行是相对苹果而言，比其他同行相比就好很多。

（二）富士康的应收应付款结构问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

富士康的应收应付款结构问题如表6-38所示。

表6-38　富士康的应收应付款结构问题

单位：亿元

货币资金	155.19	应付账款	768.09
应收账款	785.13	其他应付款	321.04
存货	355.51	负债合计	1,204.14
固定资产	90.33	所有者权益合计	281.82
资产总计	1,485.96	负债和所有者权益总计	1,485.96

（数据来自富士康招股书，表为作者自制。）

首先画一张富士康的简化资产负债表。可以看到，富士康的应收账款占了资产一半以上，而应付账款和其他应付款合计更是占了负债和所有者权益合计的2/3以上。

至于为什么会这样？资金是有时间成本的。应收账款少了，应付账款多了，节省下的运营资金就可以不用向银行借钱，财务费用压力也就小很多。应收账款和应付账款分别对应着企业对上游和下游的议价能力。应收账款多了，说明东西卖出去收不回来钱，下游议价能力比你强。相反，应付账款多了，说明你比上游的议价能力要强。对这个问题，并购优塾总结得很棒。

富士康的下游，显然是苹果。苹果占用着富士康的资金，体现在富士康资产负债表左侧的资产端，有一半是应收账款。苹果在产业链上的议价能力当然是毫无疑问的强，面对苹果，富士康只能让苹果欠了一堆应收账款。苹果传导来的应收账款压力，富士康再向其他供应商及其他人转移过去。因此可以看到，富士康的应付账款和其他应付款占负债和所有者权益的比例超过2/3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么，笔者结合应收应付款综合地考虑富士康对上下游的议价能力，可以借鉴毛利率构建出一个应收应付率。毛利率=（营业收入-营业成本）/营业成本=1-（营业成本/营业收入）。那么，笔者将营业成本替换为应付账款，营业收入替换成应收账款，可以有应收应付率=1-（应付账款/应收账款）。若应收应付率＜毛利率，则可以理解为综合考虑产业链上下游的情况下，该收的收回来了，该付的还没付出去，企业的竞争力还可以。根据招股书数据计算，富士康2017年的毛利率10.14%，而应收应付率只有2.22%。综合看来，上下游议价能力其实不太弱，苹果给的压力大，富士康又把这个压力推给上游了。

结果就是，同行的财务费用率均值是0.80%的情况下，富士康的财务费用率只有0.24%。同时，几乎没借有息贷款。

可以说，相对苹果而言，富士康议价能力不行。但是比同行和其他上游伙伴，店大可以欺客，还是有一定的议价能力的。

（该篇文章来自初善投资团队成员刘沛鸿）

第十一节 腾讯：卓越的产业投资能力

腾讯是先后严重依赖QQ和微信两个产品的企业，按产品生命周期，分别在几年前和最近都到用户天花板了，也就是成熟期，得找其他新市场和产品。

通过股权投资和战略协议输出流量和资本，正是腾讯的比较优势所在，而且连接一切的战略下公司扩张是没有边界的。相对的，如果是自己研发的内涵式发展，腾讯团队受精力和经验，以及知识结构约束，也就是所谓的基因的局限性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这不可避免地会让腾讯投行化。但是投行化的腾讯，市场暂时认识还不清晰，投资收益来的利润也有一定的注水嫌疑。但是身为一个半投行性质组织，获取高额的投资收益，不正是卓越的产业投资能力的结果吗？

一、成长的困惑

还是这个公式：营业收入=流量获取能力×流量留存能力×变现能力

互联网公司的商业模式可以概括为“流量变现”。如果一家互联网公司想要持续成长下去，毫无疑问，要么是得拓展自身的流量，要么是得想办法延展自己的变现能力。

首先是流量端部分，直到2018年的今天，移动互联网在没有进一步的技术突破以改变产业格局的情况下，2017年12月移动互联网月活跃设备的同比增速仅6.3%。可以说整个移动互联经济已经很难通过流量端的MAU（月活跃用户数）的提升来获取增量的经济利益，整个移动互联网市场进入存量博弈的格局中。

从流量端来看，华创证券传媒组的谢晨认为，根据过去十几年互联网公司的发展，能诞生千亿美金的领域只有四个：操作系统、搜索、社交媒体和电商。

如图6-43所示，这四个领域实质上是上述互联网产业链中的操作系统和“买什么和哪里去买”及“线上购买电子商品或服务”的三个环节，垄断了互联网的流量。在目前手机系统被Google的安卓系统和苹果的IOS系统垄断的情况之下，能够战个痛快的领域就只剩下了“买什么和哪里去买”环节的社交媒体、搜索和“线上购买电子商品或者服务”的电商领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

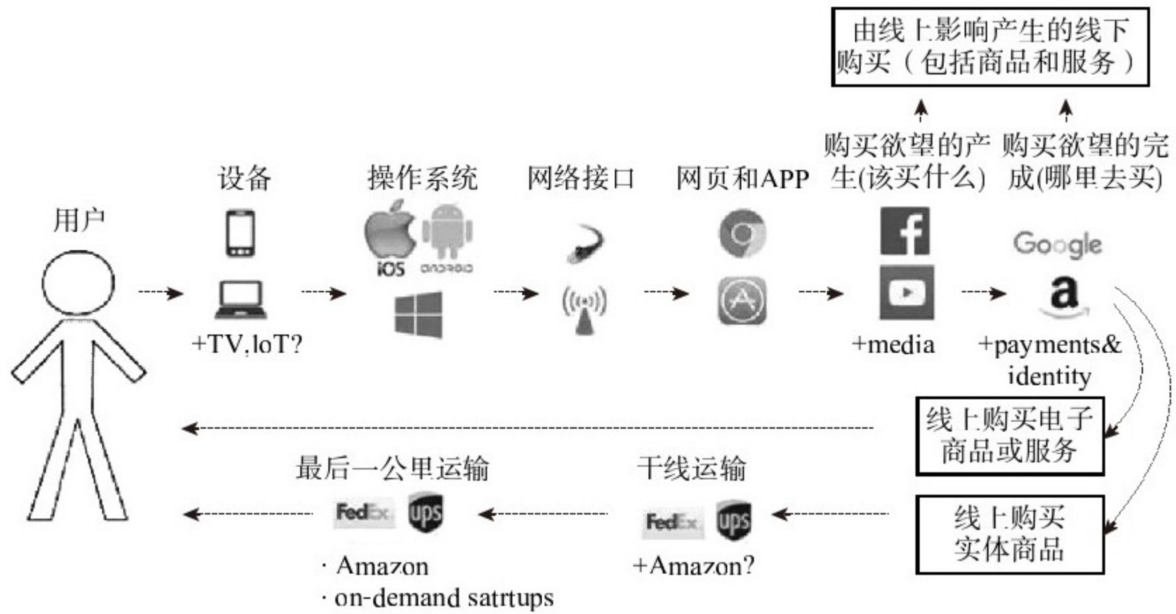


图6-43　互联网经济的主循环

对社交媒体的流量，腾讯展现了无与伦比的统治力。腾讯的微信、QQ和新浪微博是中国最大的社交产品。它们的使用时长行业占比高达96.2%。其中，腾讯的微信单日人均时长81.02分钟，远超新浪微博的50.94分钟，约为微博的1.6倍。

至于说变现端，除了“游戏、广告、会员和直播”的分类外，艾瑞咨询也做过分类：电商、广告、游戏、支付。如图6-44所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

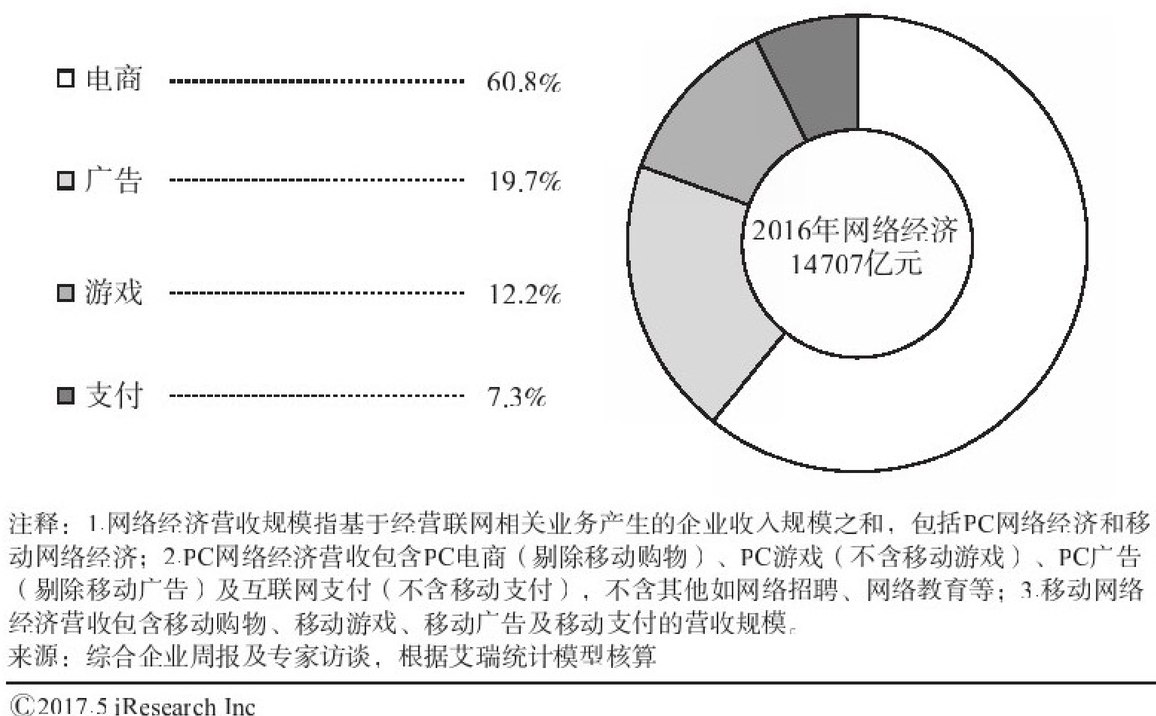
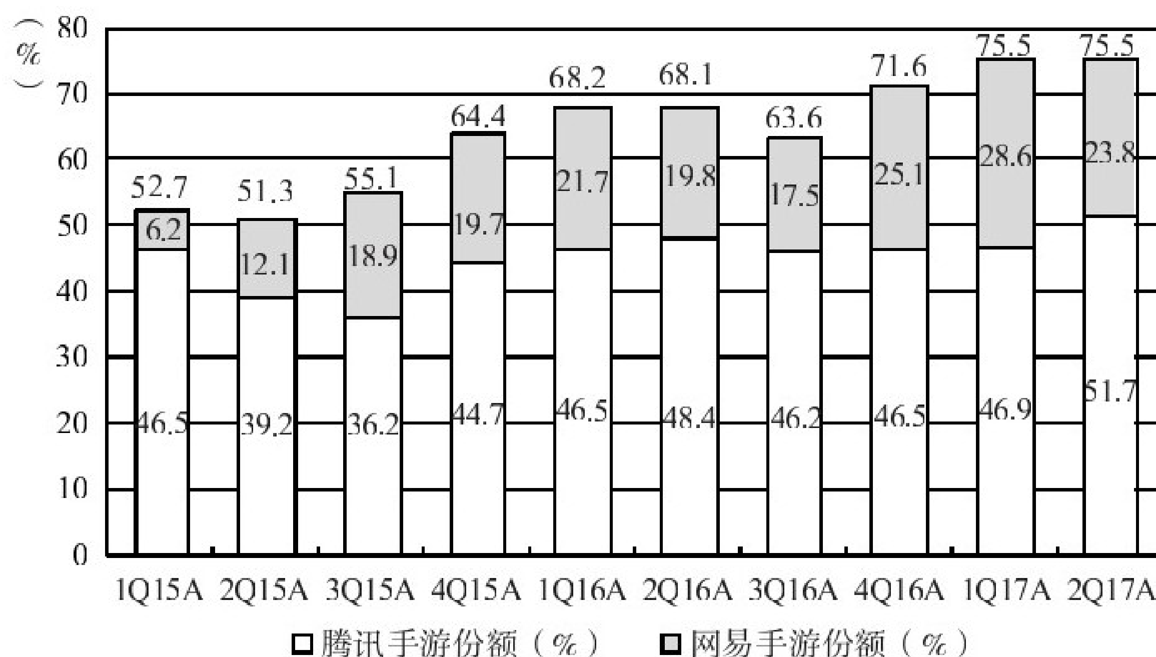


图6-44　2016中国网络经济市场营业收入结构

但是，最主流的变现方式就是广告和游戏。移动互联网游戏部分，腾讯和网易处于绝对性的支配地位。如图6-45所示。

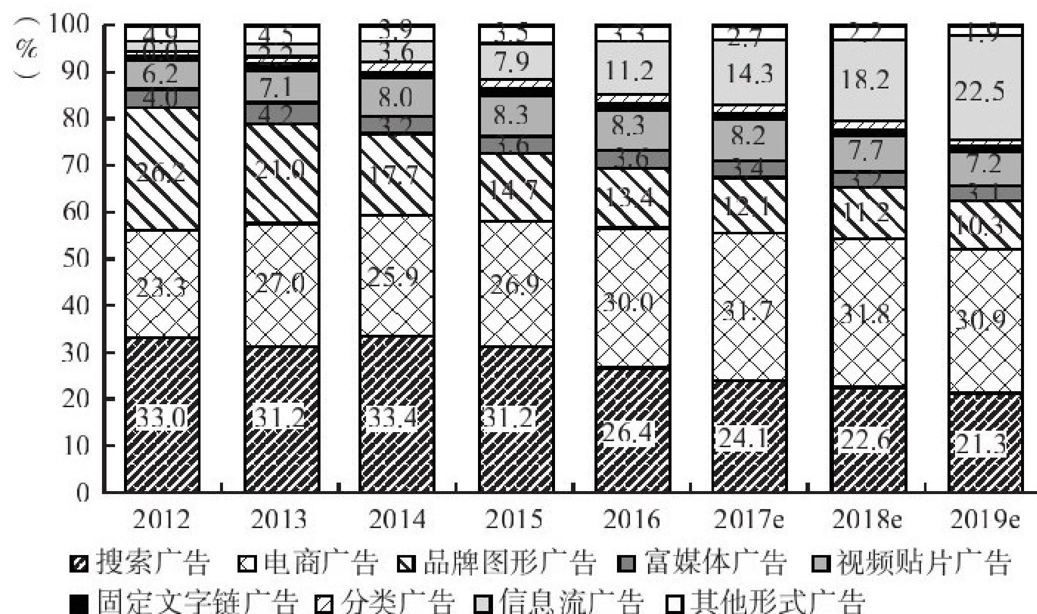


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图6-45　移动互联网游戏部分

资料来源：腾讯及网易财报，IDC&GPC&ING，天风证券研究所

相对的，在广告领域，腾讯的广告尚弱小。绝大多数的广告是百度为主的搜索广告和阿里巴巴为主的电商广告。如图6-46所示。



注释：1.搜索广告包括搜索关键字广告及联盟广告；2.电商广告包括垂直搜索类广告以及展示类广告，例如淘宝，去哪儿及导购类网站；3.分类广告从2014年开始核算，仅包括58同城、赶集网等分类网站的广告营收，不包含搜房等垂直网站的分类广告营收；4.信息流广告从2016年开始独立核算，主要包括社交、新闻资讯、视频网站中的信息流效果广告等；其他形式广告包括导航广告、电子邮件广告等。

Ⓒ2017.4 iResearch Inc

图6-46　网络广告市场份额

所以，无论从流量端还是变现端来看，在进入存量博弈之后的移动互联网战场上，腾讯帝国和阿里巴巴及百度等巨头的一战不可避免。

二、基因决定定律与连接一切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

腾讯帝国的出征，其实自从2010年以前已经这么干了。根据付晓萌、吴越的统计，2004-2009年，腾讯陆续上线的产品包括腾讯TM（2004）、QQ音乐（2005）、QQLive（2005）、Foxmail（2005收购）、腾讯电脑管家（2006）、QQ拼音（2007）、QQ旋风（2008）、QQ影音（2008）……其中，QQ所积累下来的用户数与用户活跃度，始终是腾讯的“核武器”。以QQ的海量用户为基础，这些产品中的大部分，在相应领域内都迅速冲到了行业用户数第一的位置。

腾讯所有陆续上线的产品线里，最典型的案例就是QQ游戏大厅和联众的对决。2003年，QQ游戏大厅上线，主打各种棋牌类休闲游戏，目标直指当时国内休闲游戏领域的霸主——联众。联众这一类休闲游戏门户的用户黏性来源，往往来自于用户天长日久地浸泡在游戏大厅以后，跟一些棋友、牌友们缔结起来的某种社交关系，甚至是社团组织。然而，这些关系中的大部分，最后都会被沉淀到QQ上。2003—2004年，仅一年时间，腾讯就已超越联众，成为国内第一大休闲游戏门户。此后，曾经的休闲游戏霸主联众，一路走低，直到慢慢退出主流互联网世界，消失在大多数互联网用户的视野中。

因为手头上拥有QQ这个核武器，就当时的格局而言，基本上在每个领域内，除了电商、搜索，“生、死、腾讯”是互联网创业者的唯三选择。抄袭，封闭而不开放，让腾讯在业界很难被称为一家令人尊敬的公司。

因为大公司的基因决定定律，大公司的转型通常比较艰难。人的基因是DNA，而公司的组成是人。当一家大公司做到了某个行业的龙头的时候，它的行业特性就会烙印于高层的决策经验中，并且通过公司的规章制度工作指南等传承下来。

正如RonnieX所说：“企业在进行决策时，通常会倾向于决策者过往经验所判断的更有效率（效益）的方向。而当这种效率（效益）准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

则被不断验证之后，这种类似于原则性的决策方式和思维行事模式就会在企业中每个人心中产生强大的惯性。有个很好的例子，初代iphone机刚出来时，诺基亚会嘲笑苹果的手机没有经过抗摔测试；微软也认为iphone没有键盘，不会吸引企业用户。最后结果大家都知道。但在当时企业家们做出判断时，无非是基于他们以往赖以成功的‘基因’。”

而为了改变这个局面，痛定思痛的腾讯改变了原来的内生增长策略，而提出了连接一切的外延式发展战略。在3Q大战后，腾讯转变思路，实施开放战略，成立腾讯产业共赢基金，希望通过投资的方式来实现共赢，而非让整个行业笼罩在腾讯“什么都做”的阴影下。正如马化腾所说：“很多的产品包括微信、QQ其实都是在做一个连接器，人和人、设备和设备、服务和服务、人和设备、人和服务都应该有一个智能的连接。”想做最底层，上面由传统行业自己搭载自己的逻辑，来应用在自己的领域，这里面的空间是无穷的，也是自己做不了的……在PC端、移动端、多终端，腾讯都能成为一个互联网连接器，一端连接合作伙伴，一端连接海量用户，共同打造一个健康活跃的互联网生态，连接一切。

三、腾讯投资的两翼——流量和现金

决定了要连接一切的腾讯，要怎么做呢？要通过扶持一家企业来对抗阿里巴巴或者百度阵容，最重要的就是砸钱补贴和流量导入。而腾讯最不缺的就是流量和钱了。

根据QM2017年中国移动互联网年度报告，移动互联网活跃设备仅10.85亿，而微信和QQ的月活跃用户数（MAU）分别为8.94亿和6.35亿。可以说，几乎所有的移动互联网用户人手一个微信或者QQ，腾讯已然掌握了全体的移动互联网的流量了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至于说钱的方面，强悍的腾讯也不缺钱。因为腾讯是的主营业务是广告和游戏，在收入确认上，存在当期收款而分期确认收入的情形。因而腾讯的现金流也很强。这可以体现为腾讯的定期存款和现金在对外投资扩张的2011年以前，存款和现金合计一直占资产的50%以上，哪怕开始对外投资了，近几年的货币资金占比也都维持在30%左右。如图6-47所示。

而连接一切的战略也效果卓越。

以电商领域的京东为例，根据招银国际的研究，由于缺乏电商基因及运营能力，腾讯于2015年一季度将原自有电商业务剥离，放弃原易迅及拍拍等电商业务，采用给京东导流的形式来面对行业巨头阿里巴巴的碾压。京东和腾讯于2015共同推出名为“京腾计划”的战略合作项目。京腾计划其中的一项主要产品是名为“品商”的创新模式生意平台，专注于为品牌商家提供包含了“精准画像”“多维场景”和“品质体验”等的营销解决方案。根据这一计划，公司为京东网购开放了微信及手机QQ一级平台，同时在多个用户平台上给予京东以流量支持。根据2015年第二季度京东的运营数据显示，京东新增用户超过20%来自于微信及手机QQ，来自于微信的订单中约70%来自于朋友圈引流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

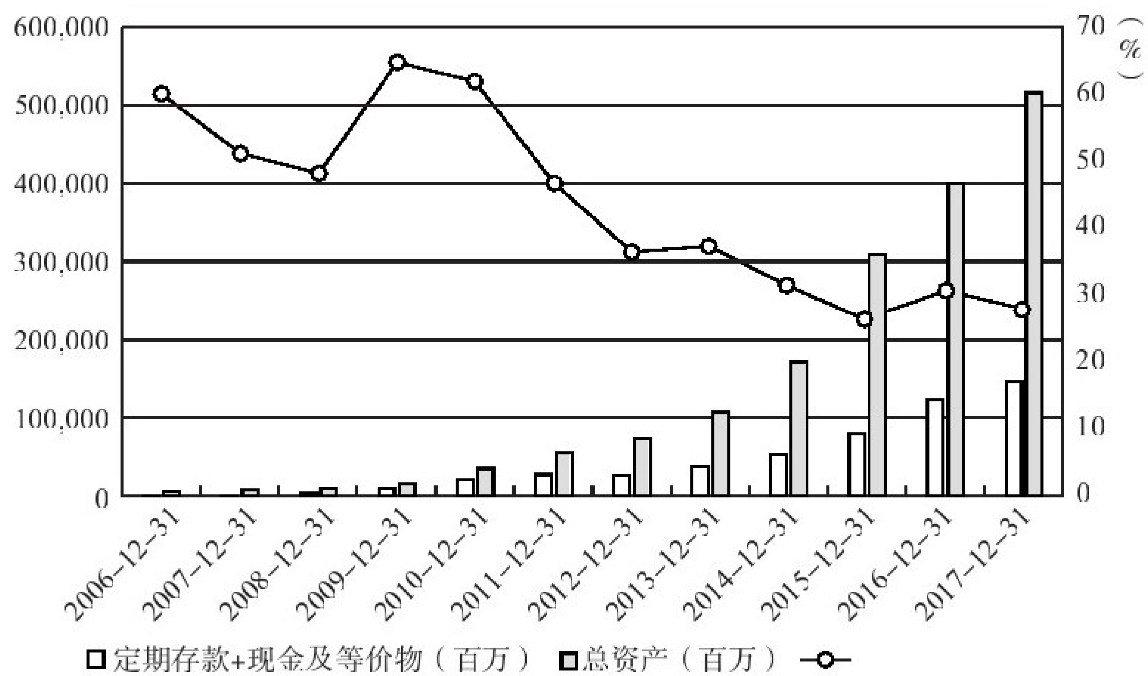


图6-47　腾讯资金含金量

而在2018年的1月30号，腾讯还宣布联手京东、苏宁、融创入股万达商业。很明显，这是继投资京东和永辉超市后加码新零售的又一个表现。

而对于网文领域的阅文集团而言，有了腾讯更是在同行之中战绩卓绝。如表6-39、6-40所示。

表6-39　渠道分成及销售费用对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2014		2016		2015	
	掌阅	阅文	掌阅	阅文	掌阅	阅文
渠道分成（万元）	10,057.72	1545.4	14,436.57	3744.9	40,327.80	15297.1
营收占比	23.97%	3.31%	22.57%	2.33%	33.67%	5.98%
销售费用（万元）	8,737.30	12720.7	16,056.22	53,961.7	22,425.72	73417.6
营收占比	20.82%	2.3%	25.10%	33.6%	18.73%	28.7%
两者合计	44.79%	30.61%	47.67%	35.93%	52.40%	34.68%

表6-40　平均月活用户

2016 年平均移动端日活跃用户数占比

平均移动端日活跃用户数占比	阅文集团	掌阅	阿里文学	中文在线	百度文学
比例	48.4%	25.0%	2.3%	2.0%	0.8%

2016 年平均 PC 端日活跃用户数占比

平均 PC 端日活跃用户数占比	阅文集团	百度文学	中文在线	阿里文学	掌阅
比例	46.5%	18.1%	13.5%	1.5%	1.1%

因为有腾讯的流量导入，虽然阅文集团的渠道分成和销售费用合计占营业收入的30.61%，远不如掌阅44.79%的强度。但是腾讯的移动端和PC端日活跃用户的占比还是高于百度文学和阿里文学等。也有足够的资金去吸引作家，收购著作权。如表6-41、表6-42所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表6-41 占原创文学作家总数的份额

占作家总数份额	阅文集团	中文在线	掌阅	百度文学	阿里文学
比例	88.3%	41.6%	33.3%	8.3%	5.0%

表6-4 文学作品搜索热度

排名	作品	是否属于阅文平台	排名	作品	是否属于阅文平台
1	大主宰	√	6	择天记	√
2	完美世界	√	7	一念永恒	√
3	雪鹰领主	√	8	玄界之门	√
4	龙王传说	√	9	超品相师	√
5	武炼巅峰	√	10	永夜君王	×

（以上统计信息均来自上善若水资产研究院的《阅文集团商业模式研究》）

四、投行化的腾讯

在上述连接一切战略的指引下，腾讯的资产结构也明显投行化了。如薛云奎教授所述，在腾讯2016年度报告中，资产总额3958.99亿元，其中的长期和短期权益类投资便高达2177.53亿元，占总资产的55%。这些投资分别包括但不限于：京东（18.22%）、特斯拉（5%）、Super-cell（76.9%）、华彩控股（7%）、华谊兄弟（4.84%）等。从资产结构这个角度看来，腾讯可以称作一家股权投资机构了。如图6-48所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

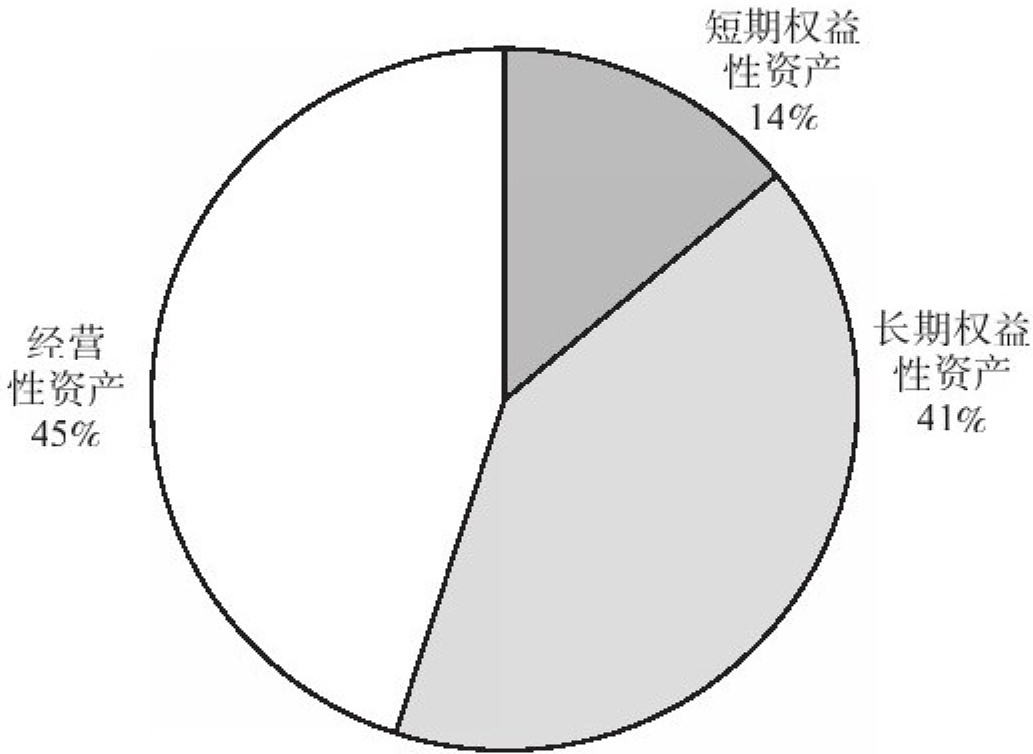


图6-48　腾讯控股资产构成分析

腾讯的对外投资，笔者也可以看到很少有超过30%的，按照会计准则的分类，可以看作是金融资产或者重大影响的权益法计量长期股权投资。不谋求控制、挤压业界生存空间，而是与合作伙伴共赢，这点腾讯做到了。如表6-43所示。

表6-43　腾讯2013—2015年重要投资与并购信息

时间	标的	股权比例	投资总额
2013 年 4 月	滴滴打车（B 轮）		1500 万美金
2013 年 9 月	搜狗	收购合并	4.48 亿美金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间	标的	版权比例	投资总额
2014 年 11 月	华谊兄弟	8.08%	
2014 年 12 月	滴滴打车（D 轮）		总投资 7 亿美金（腾讯参股）
2014 年 1 月	华南城	9%	15 亿美金
2014 年 1 月	滴滴打车（C 轮）		3000 万美金
2014 年 2 月	Snapchat		6000 万美金
2014 年 3 月	大众点评	20%	4 亿美金
2014 年 4 月	CJ Games	28%	
2014 年 4 月	京东	15%	2.14 亿美金
2014 年 6 月	Weeby		3500 万美金
2014 年 6 月	猎豹移动	16.50%	
2014 年 8 月	同程旅游	15%	
2014 年 9 月	58 同城	19.90%	
2014 年 9 月	万达电商	15%	总投资 50 亿（腾讯参股）
2015 年 11 月	华南城	13%	115 亿港元
2015 年 1 月	中石化	2.80%	
2015 年 1 月	知乎（C 轮）		5500 万美金（腾讯参股）
2015 年 1 月	饿了么（E 轮）		3.5 亿美金（腾讯参股）
2015 年 2 月	易车网	3.30%	1.5 亿美金
2015 年 5 月	易鑫资本	26.60%	1.5 亿美金
2015 年 5 月	盛大文学	收购合并	
2015 年 6 月	Glu Mobile	14.60%	1.26 亿美金
2015 年 8 月	Pocket Games		6000 万美金
2015 年 8 月	马斯葛		7.507 亿美金
2015 年 8 月	人人车（C 轮）		8500 万美金（腾讯参投）
2015 年 8 月	富途证券（B 轮）		1000 万美金（腾讯参投）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资料来源：公司资料，招银国际研究

可以看到，因为腾讯的对外投资的外延式发展，腾讯的版图也就成为这幅景象。如笔者前面所说的腾讯的业务是围绕着QQ和微信两个社交平台呈现的聚合态。通过微信和QQ将流量引导至所投资产品，以投资款项和流量扶持原有的业内龙头共赢发展。打破基因决定论宿命和原有行业的发展天花板。如图6-49所示。



图6-49　腾讯以社交为核心的生态系统

资料来源：中信证券研究部绘制

（该篇文章来自初善投资团队成员刘沛鸿）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后记　如何运用估值法选老公

对女孩子来说，找到一个好老公是最重要的投资之一，反之亦然。那么如何判断一个老公/男朋友好或不好呢？笔者可以使用估值的方法来判断，弱水三千，究竟要喝哪一瓢呢？

但是初善君要做免责声明：估值是艺术，并不十分准确，有时候甚至会南辕北辙。因此，正确的社会主义爱情观是爱情无价，适合自己脚的鞋子才是好鞋子，哦，应该是适合自己鞋子的脚才是好脚！

首先，笔者假设男人是一家公司，那么列一份准确的三张表就非常重要，这涉及尽调的问题，初善君假设这里您已经尽调完毕。

毕竟尽调比较难，还会招男人烦。

比如资产负债表的尽调内容：

你姓什么？——公司名称

家住哪里？——注册地址

几套房？还贷情况？

几辆车？

存款多少？

股票、私募投资多少？——主要资产负债情况

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利润表的尽调内容：

年薪多少？——利润表的收入

投资收益多少？

有兼职吗？

每月花费多少？——成本费用构成

……

现金流量表的尽调内容：

公司按时发工资吗？哪天发工资？——经营活动现金流量

有哪些固定支出？

……

有了三张表的简表，就可以使用下面的估值法进行估值。

（1）市盈率，看赚钱，更看存钱。

市盈率估值很简单，是基于各位姑娘尽调出的利润表来计算的。直接以男生的存钱能力，即刨去开销每月能剩下多少钱（净利润）给予一定的市盈率来计算男生值多少钱。

不仅仅是看男生的赚钱能力，还考验者男生的花钱能力，最终看的是男生的存钱能力。

举个例子，笔者有四个朋友：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

A君，年薪20万元，公务员，吃饭有食堂或者饭补，住宿有宿舍，一年可剩余15万元左右，薪水每年涨幅有限。

B君，自由职业者，收入不稳定，一切不稳定，缺钱了找父母要，一年几乎无剩余。

C君，二级市场投资者，年薪30万元左右，奖金看业绩，食宿自己解决，一年可剩余20万元左右。

D君，职场新人，年薪10万元，一年可剩余5万元左右，但是未来升值加薪空间大。

你怎么选？

选择的关键就在于你给多少市盈率。

A君工作稳定，俗称铁饭碗，可以给予高一些的市盈率，这也是大妈喜欢给女孩介绍公务员的原因。

B君月光族，还有大额补贴，理论上不适合市盈率法，很多月光族确实如此。

C君看似收入高，其实不稳定，市盈率不能太高，尤其是一些专业的二级市场投资者，在家人眼中属于不务正业。

D君看似收入不高，可是PEG估值告诉笔者，盈利增幅特别快的公司往往可以给予更高的市盈率，不排除该类男生可以享受极高的估值。

总之，市盈率法适应那些赚钱稳定的行业从业者，个人花费少的男生有加分，但是也要注意一次性不可持续收入的影响，比如大额奖金等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）市净率（Price/Book）。

可以毫不夸张地说，现在主流的相亲市场使用的方法基本都是市净率法。就是看这个男人究竟有多少资产，但是强调的是减去负债的净资产。

使用市净率法的要点：

第一要点：各位不仅要看房车，一定要注意看负债，万一都是借钱付的首付，这个净资产也有限。

第二要点：要关注资产的性质，关键在于资产是普通资产、能带来收入的资产还是消费性资产，这些非常影响估值。

比如自住房产只是普通资产，租赁房产可以带来稳定的租金收入，这两种房产给的市盈率也是不同的。如果只是汽车，一般是消费性资产，需要计提折旧，给的市盈率应该更低，此外像投资资产、股票、存款等如何给市盈率也是个难题。

比如资产都是1500万元的组合，你选择哪个？

A.内环线100平方米漂亮公寓+玛莎拉蒂

B.内环线100平方米漂亮公寓+内环线“老破小”

C.外环别墅+玛莎拉蒂

不考虑将来升值，从资产估值的角度上B＞C=A。

B选项中的“老破小”属于可以产生收入的资产，加分。而A和C中的玛莎拉蒂属于需要折旧的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三要点：这种估值方式适用情形主要包括以下几种情况。

• 一套甚至多套房产的男生，净资产很厚实。

• 富二代，尤其是不务正业的富二代，可以理解为主营业务没亮点的公司，不过好像富二代一般也很努力。

• 为其他的估值方式提供一个保底的参考。

以上应该是相对主流的男生估值法，此外，还有部分姑娘坚持使用的其他方法。

（3）现金流折现模型。

笔者认为这是理论上最合理的估值方式，因为你找一个人肯定是想白头偕老，那么衡量这个男生未来所有能赚的钱才是最合理的，是这个男生的，你都要。不过考虑到这个估值有太多前提条件和算法的难度，姑娘们使用这种方法更多靠的是运气，这里就不多说了。

（4）市梦率法。

市梦率指的姑娘们为喜欢男生的梦想支付的溢价，可能会离奇的高。汉乐府有诗云：上邪，笔者欲与君相知，长命无绝衰。山无棱江水为之竭，冬雷震震夏雨雪，天地合，乃敢与君绝。简单来说，就是女生认定你，以上估值都是浮云。

（5）股息率法。

股民喜欢看上市公司分红，那么男生舍不舍得为你花钱就是股息率法了。不需要看你有多少资产，也不看你能赚多少钱。不管是从银行账户里扣也好，变卖家产也好，甚至贷款也好，只要能定期给你足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

够的钱花。只要他愿意为你花钱，甚至是把大多数的钱都给你花，那么这个估值会高一些。

比如A月薪3万元，每月愿意为你支付6000元；B月薪1万元，愿意为你支付5000元。你会选哪个？A的股息率是20%，B的股息率是50%。

当然选择A了。

“他能赚，也愿意给你钱花！”

此外，还需要注意分红的稳定性，有些男生婚前或者说追到你之前愿意花钱，追到之后就变了，这种需要特别小心，俗称黑天鹅。

（6）看大股东（背景）。

俗话说：多少相爱的男女们输给了门当户对。

现实生活中显然最看重门当户对，毕竟有个靠谱的大股东（好爸爸）比什么都重要。就拿最近频繁出现的债务违约来说，违约出事的很少有国企，很多上市公司还是被不靠谱的民营爸爸拉下水的。

因此一个股东牛的公司理论上更受欢迎，而且一个更容易相处的婆婆比什么都好。可惜的是婆媳问题似乎是世界未解之谜，好在现在国内的情形，在“北上广深”奋斗的小伙伴不用操心太多。

此外，还有许多非量化因素，这里就不考虑了。有些姑娘就喜欢帅哥，而且是特定款，比如有些人就要求身高180，有些人喜欢灵魂交流等，可以通过调节估值倍数来影响估值结果。

当然，以上只是让你在万千追求者中选出估值最高的那个，之后还需要关注投后管理。所有的估值方法都是为了寻找到好的投资标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的，然而这只是投资的始点，尤其是在男朋友这件事情上，投后管理更是关键。

此外，适合自己的男人不多，好男人更少，当你使用估值方法好不容易抢到一个时，你需要好好做投后管理，甚至实现IPO。如果没有处理好这个在你眼中的好标的，那么这个好男人可能会选择新的投资人，毕竟优秀的男人还是有很多人盯着的。投后管理没有做好，内部秩序混乱，会引来很多举牌者的。

当然，希望以上都是多虑，结发为夫妻，恩爱两不疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

推荐作者得新书！

博瑞森征稿启事

亲爱的读者朋友：

感谢您选择了博瑞森图书！希望您手中的这本书能给您带来实实在在的帮助！

博瑞森一直致力于发掘好作者、好内容，希望能把您最需要的思想、方法，一字一句地交到您手中，成为管理知识与管理实践的桥梁。

但是我们也知道，有很多深入企业一线、经验丰富、乐于分享的优秀专家，或者忙于实战没时间，或者缺少专业的写作指导和便捷的出版途径，只能茫然以待……

还有很多在竞争大潮中坚守的企业，有着异常宝贵的实践经验和独特的洞察，但缺少专业的记录和整理者，无法让企业的经验和故事被更多的人了解、学习……

对读者而言，这些都太遗憾了！

博瑞森非常希望能将这些埋藏的“宝藏”发掘出来，贡献给广大读者，让更多的人从中受益。

所以，我们真心地邀请您，我们的老读者，帮我们搜寻：

推荐作者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以是您自己或您的朋友，只要对本土管理有实践、有思考；可以是您通过网络、杂志、书籍或其他途径了解的某位专家，不管名气大小，只要他的思想和方法曾让您深受启发。

可以是管理类作品，也可以超出管理，各类优秀的社科作品或学术作品。

推荐企业

可以是您自己所在的企业，或者是您熟悉的某家企业，其创业过程、运营经历、产品研发、机制创新，等等。无论企业大小，只要乐于分享、有值得借鉴书写之处。

总之，好内容就是一切！

博瑞森绝非“自费出书”，出版费用完全由我们承担。您推荐的作者或企业案例一经采用，我们会立刻向您赠送书币1000元，可直接换取任何博瑞森图书的纸书或电子书。

感谢您对本土管理原创、博瑞森图书的支持！

推荐投稿邮箱：88-g884@1*6.c81　　推荐手机：1%6111（9991